

Salcai-Utinsa, S.A.

Valoración del 100% de las acciones de Salcai-Utinsa, S.A. a fecha 31 de diciembre de 2024

Privado y Confidencial

11 de abril de 2025



Building a better
working world

Salcai-Utinsa, S.A.
Calle Viera y Clavijo, 34
35002 Las Palmas

Ernst & Young Servicios
Corporativos, S.L.
Edificio Sarrià-Fórum
Avda. Sarrià, 102-106
08017 Barcelona
España
www.ey.com/es

Alfredo Salcedo Rivas, CFA

Socio
Strategy and Transactions – Valuation,
Modeling and Economics
T +34 915 72 72 18
E Alfredo.salcedorivas@es.ey.com

Albert Torres Aventin

Director
Strategy and Transactions – Valuation,
Modeling and Economics
T + 34 933 74 81 80
E Albert.torresaventin@es.ey.com

Raphael de Castro Maia

Manager
Strategy and Transactions – Valuation,
Modeling and Economics
T + 34 933 62 70 55
E Raphael.Maia1@es.ey.com

Valoración de las acciones de Salcai-Utinsa, S.A.**11 de abril de 2025**

Muy señores nuestros:

De acuerdo con sus instrucciones hemos llevado a cabo los trabajos descritos en nuestro Contrato firmado con ustedes el 24 de marzo de 2025 (en adelante, el “Contrato”). En base a ello, tenemos el placer de remitirles el presente informe de valoración (en adelante, el “Informe”) acerca del análisis del valor de mercado del 100% de las acciones de Salcai-Utinsa, S.A. (en adelante, también, “Salcai”, la “Compañía”, o el “Cliente”) a 31 de diciembre de 2024 (en adelante, la “Fecha de Valoración”), con el alcance que se detalla en el Contrato.

Propósito de nuestro informe y restricciones de uso

Este Informe se ha preparado siguiendo las instrucciones de la dirección del Cliente (en adelante, la “Dirección”) con el único propósito de proporcionar una referencia indicativa del valor de mercado de las acciones de la Compañía a la Fecha de Valoración y no puede ser utilizado para cualquier otro propósito distinto.

Este Informe y su contenido no puede ser citado, referido o mostrado a terceras partes salvo en lo previsto en el Contrato.

No aceptamos ninguna responsabilidad u obligación ante nadie que no sea nuestro Cliente o aquellas partes con las cuales hayamos firmado una Carta de Aceptación de Responsabilidad referente a este Informe y, por consiguiente, si alguien decidiera basarse en el contenido del Informe sería bajo su exclusiva responsabilidad.

Naturaleza y alcance de los servicios

La naturaleza y el alcance de nuestros servicios, incluyendo las limitaciones, se detallan en el Contrato.

Si bien cada parte de nuestro Informe trata distintos aspectos de nuestro trabajo, el Informe debe ser leído íntegramente para tener un entendimiento completo de los asuntos significativos y de nuestras recomendaciones.

EY no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que lleve a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de nuestro trabajo de valoración, no asumiendo, ni EY, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada.

Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
Edificio Sarrià-Fórum
Avda. Sarrià, 102-106
08017 Barcelona
España
www.ey.com/es

Por otra parte, el valor de un negocio y de los diferentes activos del mismo es un concepto dinámico en el tiempo, por lo que el valor obtenido a la Fecha de Valoración podría diferir del valor obtenido en fecha anterior o posterior.

Para el propósito de nuestra valoración, nuestro Informe no tiene en cuenta eventos o circunstancias que hayan surgido después de la fecha de emisión del presente Informe y no asumimos ninguna responsabilidad de actualizar el Informe por dichos eventos o circunstancias.

Agradecemos la oportunidad de colaborar con ustedes. No duden en contactarnos para cualquier duda sobre este asesoramiento o si podemos ser de más ayuda.

Atentamente,



Alfredo Salcedo Rivas, CFA
Socio
Ernst & Young Servicios Corporativos S.L.



Albert Torres Aventín
Director
Ernst & Young Servicios Corporativos S.L.

Índice

| | | |
|----------|------------------------------------|----|
| 1 | Alcance, procedimientos y objetivo | 5 |
| 2 | Descripción de la Compañía | 8 |
| 3 | Metodología de valoración | 12 |
| 4 | Valoración de Salcai - Utinsa | 15 |
| 5 | Análisis de la potencial extensión | 22 |
| 6 | Anexos | 26 |

1

Alcance, procedimientos y objetivo



Introducción, premisa de valor, alcance y procedimientos

Introducción

Salcai-Utinsa, S.A. es una compañía creada en el año 2000 como resultado de la fusión de las sociedades Salcai, S.A. y Unión de Transportes Insulares, S.A. Su domicilio social y fiscal se sitúa en Las Palmas de Gran Canaria. La Compañía es titular de la concesión administrativa para la explotación del servicio público de transporte de viajeros, equipajes y encargos por carretera desde Las Palmas de Gran Canaria al sector sur y norte de la isla de Gran Canaria. Esta concesión fue adjudicada por un periodo que finaliza el 31 de diciembre de 2027.

Los accionistas de la Compañía son sus propios trabajadores. Cuando un trabajador empieza a trabajar en la Compañía debe adquirir un número de acciones. Por otro lado, cuando un trabajador pierde su condición de empleado, hace líquidas sus acciones, vendiéndoselas a la propia Compañía, la cual las venderá a los empleados que entren nuevos. En virtud del Pacto de Accionistas existente, el precio de transmisión de las acciones se debe determinar de manera anual por un experto independiente, quien deberá proporcionar un rango mínimo y máximo de valor de la totalidad de las acciones de la Compañía.

En este contexto, el Cliente nos ha solicitado la realización de la valoración del 100% de las acciones de Salcai-Utinsa, S.A., a 31 de diciembre de 2024 (en adelante, la “Fecha de Valoración”), con el objetivo de tener un rango indicativo de su valor de mercado, en el contexto de una potencial operación corporativa de carácter interno.

Premisa de valor

A efectos de nuestro trabajo, la premisa de valor que utilizaremos será la de Valor de Mercado, que se define de acuerdo al *International Valuation Standards Council* (IVSC, por sus siglas en inglés), como: *“la cantidad estimada por la que un activo o pasivo debe intercambiarse en la fecha de valoración entre un comprador y un vendedor dispuestos en una transacción en condiciones de plena competencia, después de una comercialización adecuada y en la que las partes han actuado con conocimiento, prudencia y sin coacción”*.

Alcance del trabajo y procedimientos

El alcance de nuestros servicios ha incluido, entre otros, los siguientes trabajos:

- ▶ Solicitud, recogida y análisis de la información proporcionada por el Cliente relativa a la Compañía, e información recopilada por EY respecto al sector y al entorno macroeconómico necesario para poder realizar las valoraciones. En especial, se ha recibido del Cliente información relativa a los datos financieros y operativos históricos de la Compañía, así como el plan de negocio y proyecciones elaborados por la Dirección.
- ▶ Mantenimiento de llamadas y videoconferencias con la Dirección con el objetivo de obtener explicaciones sobre las cuestiones planteadas durante la realización de nuestro trabajo, así como de recabar cualquier otra información considerada de utilidad.
- ▶ Análisis de la situación actual, de las hipótesis y asunciones consideradas por la Dirección para la proyección del negocio de la Compañía.
- ▶ Determinación y aplicación de las metodologías de valoración más apropiadas para el análisis de Valor de Mercado de las acciones de la Compañía.
- ▶ Análisis de sensibilidad a los diferentes parámetros operativos y financieros incluidos en la valoración.
- ▶ Elaboración del presente informe de valoración (el “Informe”), donde se concluye sobre el rango de Valor de Mercado del 100% de las acciones de la Compañía a la Fecha de Valoración.

Limitaciones y otras consideraciones

Limitaciones al alcance de nuestro trabajo

- ▶ La labor de EY se ha centrado exclusivamente en obtener un rango de Valor de Mercado del 100% de las acciones de la Compañía teniendo en cuenta el alcance del trabajo, la situación actual de la misma, y en base a la información detallada anteriormente, la información facilitada por el Cliente, y a la obtenida por EY según sus análisis e investigaciones.
- ▶ Por su propia naturaleza, debe señalarse que el trabajo de valoración no es una ciencia exacta y las conclusiones alcanzadas son necesariamente subjetivas y dependen de un juicio profesional.
- ▶ Este Informe, así como la información en él contenida, es confidencial, ha sido preparado en el contexto descrito en el mismo y por lo tanto no deberá ser utilizado para ninguna otra finalidad ni distribuido a terceros diferentes al Cliente sin nuestro previo consentimiento por escrito. En todo caso, EY declina cualquier responsabilidad por un uso indebido de este documento o con una finalidad distinta a la establecida en nuestra Carta de Encargo o por usuarios distintos a los descritos en la misma. Del mismo modo, EY no aceptará responsabilidad alguna frente a terceros diferentes al Cliente con respecto al contenido de este Informe.
- ▶ Nuestro trabajo no deberá, en ningún caso, entenderse como una *Fairness Opinion*, tampoco deberá entenderse como una referencia de valor a efectos fiscales o contables, ni como una recomendación de posible precio de adquisición o venta de las participaciones de la Compañía.
- ▶ En todo el proceso, nuestro papel es proporcionarles asesoramiento y recomendaciones para su toma en consideración, si bien no hemos desempeñado ninguna función en una potencial toma de decisión por parte de la Dirección y/o el Cliente.
- ▶ Para la prestación de sus servicios profesionales, EY se ha basado en información pública, en su juicio profesional y en información proporcionada por el Cliente y la Dirección de la Compañía. Por otra parte, el valor de una compañía o negocio es un concepto dinámico en el tiempo, por lo que el valor obtenido a la Fecha de Valoración podría diferir del valor obtenido en fecha anterior o posterior.
- ▶ En relación al análisis efectuado, nuestra conclusión del valor podría diferir del precio final en el contexto de una transacción y/o de aquel que puedan acordar las partes u otras en un proceso de negociación, dependiendo de aspectos de negociación de las partes involucradas y de factores específicos del eventual acuerdo.

Otras consideraciones

- ▶ Tal y como se menciona en el informe de auditoría de las cuentas anuales de la Compañía a fecha 31 de diciembre de 2024, el pasivo corriente del grupo excedió a los activos corrientes en 18.838.241 euros. Según el auditor de las cuentas, este hecho junto con otras cuestiones descritas en las notas de las cuentas anuales indica la existencia de una incertidumbre material que puede generar dudas significativas sobre la capacidad del grupo para continuar como empresa en funcionamiento. No obstante, y debido a las razones expuestas en la nota 2 e) de la memoria de las cuentas anuales del ejercicio 2024, los Administradores han formulado las cuentas anuales siguiendo el principio de gestión continuada. Por dicha razón, hemos realizado nuestra valoración en base al principio de gestión continuada utilizando un enfoque de ingresos, aplicando la metodología de descuento de flujos de caja.

2

Descripción de la Compañía



Descripción de la Compañía

SALCAI - UTINSA, S.A.

La Compañía es titular de una concesión administrativa que tiene por objeto la explotación del servicio público de transporte de viajeros, equipajes y encargos por carretera desde Las Palmas de Gran Canaria al sector sur y norte de la isla de Gran Canaria. Esta concesión fue adjudicada por la Autoridad Única de Transporte de Gran Canaria ("AUTGC") por un periodo concesional que finaliza el 31 de diciembre de 2027.

Negocio y principales magnitudes (2024)

433 guaguas disponibles

3.959 Km de red de servicio

2.572 puntos de parada

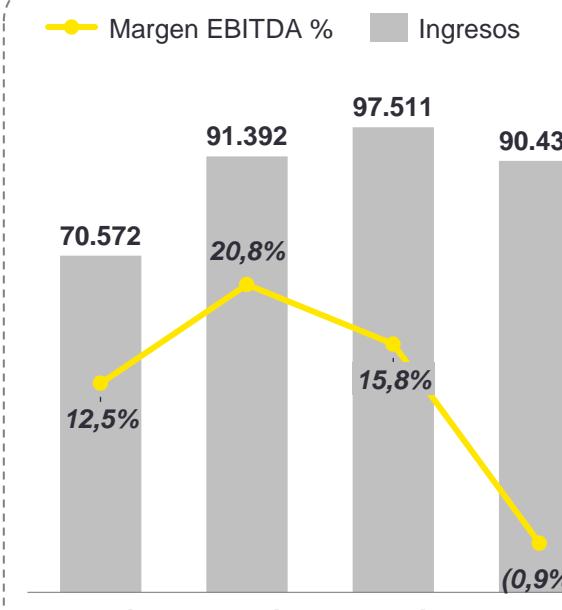
48,0M de viajeros transportados

34,4M de Km recorridos

120 líneas en servicio

Fuente: La Dirección

Resultados financieros históricos (€ miles; %)



Fuente: Cuentas anuales y estados financieros de la Compañía

Principales magnitudes financieras: Balance de Situación

| Miles de euros | dic-23 | dic-24 |
|---|----------------|----------------|
| Inmovilizado intangible | 537 | 528 |
| Inmovilizado material | 1 44.153 | 51.084 |
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo | 2 9.841 | 10.244 |
| Inversiones financieras a largo plazo | 3 6.156 | 6.013 |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar a largo plazo | 3.642 | 3.961 |
| Activos por impuesto diferido | 2.918 | 2.738 |
| Activo no corriente | 67.247 | 74.568 |
| Existencias | 365 | 138 |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar a corto plazo | 4 34.320 | 27.306 |
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo | 119 | 213 |
| Inversiones financieras a corto plazo | 821 | 876 |
| Periodificaciones a corto plazo | 269 | 310 |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes | 1.105 | 1.545 |
| Activo corriente | 36.999 | 30.388 |
| Total Activo | 104.245 | 104.957 |
| Patrimonio neto | 27.392 | 17.369 |
| Deudas a largo plazo | 5 27.490 | 27.929 |
| Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo | - | - |
| Provisiones a largo plazo | - | - |
| Pasivos por impuesto diferido | 1.778 | 2.519 |
| Pasivo no corriente | 29.268 | 30.448 |
| Provisiones a corto plazo | 319 | 310 |
| Deudas a corto plazo | 5 32.674 | 40.252 |
| Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo | 1.136 | 972 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 6 10.264 | 8.175 |
| Remuneraciones pendientes de pago | 2.725 | 7.017 |
| Periodificaciones a corto plazo | 466 | 413 |
| Pasivo corriente | 47.585 | 57.139 |
| Total patrimonio neto y pasivo | 104.245 | 104.957 |

Fuente: Estados financieros de la Compañía

Descripción de las principales partidas

Activos

- 1 El inmovilizado material se compone principalmente de los autobuses y de los centros logísticos.
- 2 Las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo comprenden las inversiones financieras que la Compañía posee en ciertas sociedades filiales:
 - Global Canaria de Inversiones, S.L. (participación del 100%).
 - Gexco, S.L (participación del 66,6%).
 - Transed, S.L. (participación del 66,6%).
- 3 Las inversiones financieras a largo plazo incluyen, principalmente, créditos a los socios/trabajadores para la compra de acciones.
- 4 Esta partida se compone principalmente de cuentas a cobrar con la Administración Pública

Pasivos

- 5 Las deudas a corto y largo plazo están compuestas, principalmente, por préstamos bancarios y arrendamientos financieros con vencimientos principalmente en los últimos años de la concesión.
- 6 Los acreedores comerciales están compuestos principalmente por acreedores varios, proveedores a corto plazo y otras deudas con las Administraciones Públicas.

Principales magnitudes financieras: Cuenta de pérdidas y ganancias

| Miles de euros | 2023A | 2024A |
|--|-------------------|----------------|
| Ingresos | 1 97.386 | 90.438 |
| Aprovisionamientos | 2 (18.432) | (18.185) |
| Margen bruto | 78.954 | 72.254 |
| Gastos de personal | 3 (43.125) | (49.716) |
| Otros gastos de explotación | (20.503) | (23.365) |
| EBITDA | 15.326 | (827) |
| Amortización del inmovilizado y otros ¹ | 4 (5.752) | (6.511) |
| EBIT | 9.574 | (7.339) |
| Resultado financiero | (1.775) | (1.653) |
| Otros resultados | 36 | - |
| EBT | 7.835 | (8.992) |
| Impuestos sobre beneficios | (464) | (892) |
| Resultado del ejercicio | 7.371 | (9.883) |

Fuente: Estados financieros de la Compañía

¹: Otros incluye subvenciones del inmovilizado, exceso de provisiones y deterioro, y resultado por enajenaciones de inmovilizado.

Descripción de las principales partidas

1 Ingresos

Los ingresos corresponden principalmente a la venta de billetes a los usuarios y a las subvenciones recibidas por la administración para la operación del servicio. En 2024, se observa una disminución de €7,0M respecto al ejercicio anterior (de €97,4M a €90,4M), atribuible a:

- ▶ Una reducción en los ingresos por viajeros de €70,3M en 2023 a €66,5M en 2024, debido a una reducción en las aportaciones para el convenio de bonos por parte de la Administración Pública (de 42,1M a 48,0M).
- ▶ Reducción en las aportaciones a la explotación CP Cabildo (AUTGC). Esta partida corresponde a una subvención pública otorgada por la Autoridad Única del Transporte de Gran Canaria para la operación del servicio. Se observa una disminución desde €23,5M en 2023 hasta €21,0M en 2024.
- ▶ Una disminución moderada (-€0,3M) en las demás partidas de ingresos (otros ingresos y subvenciones).

2 Gastos de explotación

Se corresponden con el gasto en combustibles, lubricantes, neumáticos y repuestos, principalmente. Todos los gastos se mantuvieron estables, excepto el gasto en neumáticos, que aumentó principalmente debido a la ampliación de la flota de guaguas, que pasó de un promedio de 376 a 414 guaguas en 2024.

3 Gastos operativos

Los gastos de explotación de la Compañía se componen de las siguientes partidas principales:

- ▶ Gastos de personal: compuestos por remuneraciones y aportaciones a la seguridad social. Ambas partidas crecieron significativamente en el segundo trimestre de 2024, explicado por un aumento en la plantilla media de empleados, que pasó de 854 en 2023 a 915 en 2024, así como por el incremento en el coste bruto por empleado, que aumentó de €50.527 en 2023 a €54.334 en 2024.
- ▶ Otros gastos de explotación: corresponden a seguros, arrendamientos, reparaciones, conservación y otros conceptos. Con excepción de los arrendamientos, todas las partidas experimentaron un aumento en 2024. Este incremento se debe a la ampliación de la flota de guaguas, a un mayor número de kilómetros recorridos por los vehículos, y a un mayor coste marginal en las partidas afectadas (como un mayor coste anual del seguro por guagua y un mayor coste de reparación por kilómetro recorrido).

4 Amortización del inmovilizado y otros

Se corresponde mayoritariamente a la amortización de los vehículos de la Compañía. El importe experimenta un crecimiento en 2024 debido principalmente a la ampliación de la flota de guaguas.

3

Metodología de valoración



Descripción de las metodologías de valoración

A la hora de determinar el Valor de Mercado de una compañía se pueden considerar los tres enfoques expuestos a continuación. Las características y el propósito de la empresa que se valora han determinado el enfoque principal.

Enfoque de Ingresos

Una de las metodologías del enfoque de ingresos es el descuento de flujos de caja ("DFC" o "DCF"), que se fundamenta en los flujos de caja que espera obtener la empresa de su actividad.

Cuando se aplica este método, se calculan los flujos de caja para un determinado número de años más un valor terminal, en el caso de que la empresa analizada tenga una vida útil indefinida. En el caso de Salcai, los flujos de caja se han proyectado en base a la duración de la concesión, y considerando la liquidación de los activos al final de dicha concesión, en vez de considerar un valor terminal.

A efectos de nuestro análisis, cada flujo de caja indica el importe de que se dispone anualmente sin que ni la rentabilidad, ni las operaciones futuras de la empresa, se vean afectadas.

Finalmente, esos flujos de caja disponibles son descontados a valor presente para obtener el Valor de Mercado de la empresa.

Enfoque de Mercado

Este método consiste en el análisis de operaciones de compañías cotizadas comparables y de transacciones comparables.

El primer método, que será el puesto en práctica, consiste en comparar la compañía pública que se ha de valorar con una que sea razonablemente similar. Aquí los múltiplos de valoración:

- ▶ Derivan de operaciones de empresas cotizadas comparables.
- ▶ Son evaluados y ajustados en base a las fortalezas y debilidades de la empresa que estamos valorando en relación con las comparables seleccionadas.
- ▶ Se aplican a los datos de la operación o del balance de la compañía a valorar para obtener un indicador del valor de mercado.

En el segundo, se considera el precio pagado en operaciones de la misma industria o de una relacionada, y se aplican los múltiplos implícitos.

Enfoque de Coste

El Enfoque de Coste se basa en la premisa de que un inversor prudente no pagaría más por una empresa o activo que su coste de reposición o reproducción.

El coste para reemplazar el activo en cuestión incluiría el coste de construir una empresa o activo similar con una utilidad equivalente a los precios aplicables en el momento del análisis de valoración.

Para llegar a una estimación del Valor de Mercado utilizando el Enfoque de Coste, se determina el coste de reposición a nuevo y se reduce por la depreciación del activo. En este contexto, la depreciación tiene tres componentes: i) Deterioro físico; ii) Obsolescencia funcional; iii) Obsolescencia económica.

EY ha utilizado el Enfoque de Ingresos como el enfoque principal. Este enfoque tiene en cuenta las características y perspectivas específicas de la Compañía.

Enfoque de Ingresos – Método de Descuento de Flujo de Caja Libre

Enfoque de Ingresos

El Enfoque de Ingresos indica el valor de una compañía o negocio con base en el valor de los flujos de caja que se espera genere la compañía o negocio en el futuro.

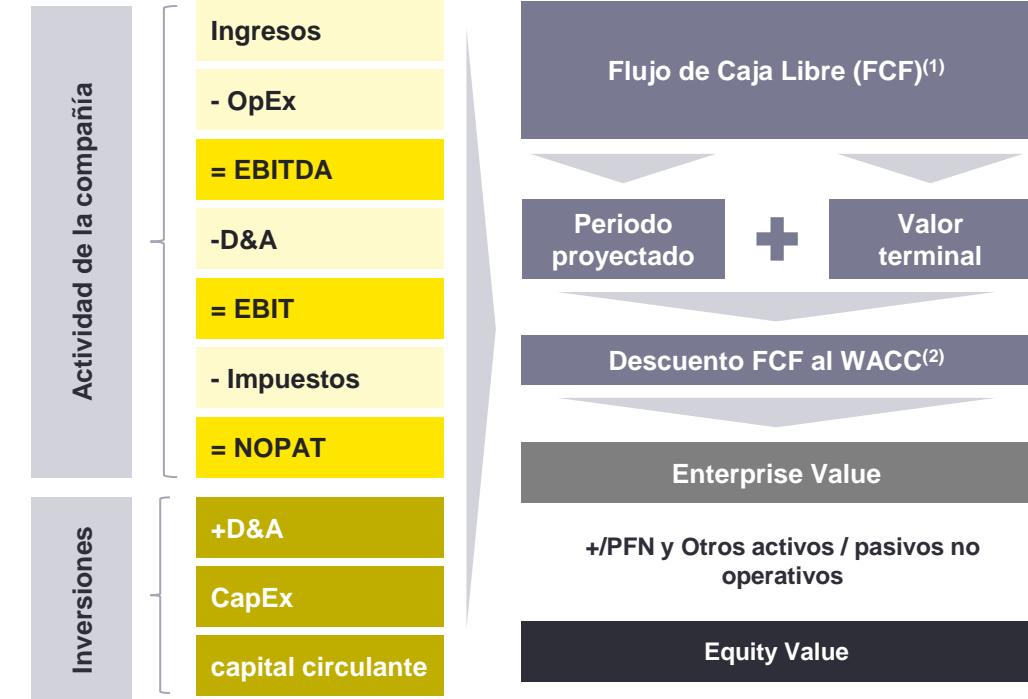
Este enfoque analiza la compañía o el negocio desde un punto de vista dinámico, considerando el negocio como un activo con capacidad de generar flujos de caja futuros. Bajo el método de Descuento de Flujos de Caja, el flujo de caja libre se calcula para un periodo determinado de años.

El flujo de caja libre se define, a efectos de este análisis, como el flujo de caja que podría ser distribuido a todos los proveedores de financiación (capital propio y deuda).

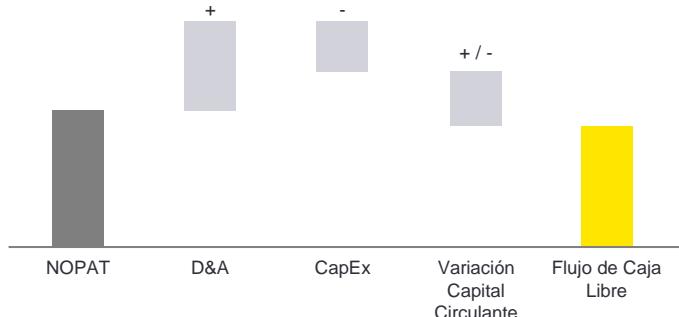
El flujo de caja libre y el valor terminal, o el valor de liquidación en el caso de Salcai (el valor de la Compañía o negocio al final del periodo proyectado), son descontados a su valor actual para obtener una indicación del EV.

En este contexto, el EV se define como el valor en uso de los activos y pasivos operativos.

El valor de la posición financiera neta, en su caso, ha de ser restada del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las acciones de una compañía (Equity Value).



Nota: (1) Ilustración de la obtención del Flujo de Caja Libre



Nota: (2) Ilustración del cálculo del WACC



Fuente: Análisis EY.

4

Valoración de Salcai - Utinsa



Resumen de las Proyecciones Financieras

Plan de Negocio y flujo de caja libre descontado

El plan de negocio facilitado por la Dirección, el cual ha sido utilizado a efectos del presente trabajo de valoración, corresponde al periodo comprendido desde el 1 de enero de 2025 hasta el 31 de diciembre de 2027 (fin de la concesión). A continuación, se detalla la estimación del flujo de caja libre, obtenido a partir de dicho plan de negocio de la Compañía:

| Miles de euros | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 91.392 | 97.511 | 90.438 | 103.945 | 106.562 | 117.429 |
| Aprovisionamientos | (16.490) | (18.432) | (18.185) | (18.301) | (18.348) | (18.396) |
| Margen Bruto | 74.902 | 79.079 | 72.254 | 85.644 | 88.214 | 99.033 |
| % Margen bruto | 82,0% | 81,1% | 79,9% | 82,4% | 82,8% | 84,3% |
| Gastos de personal | (38.395) | (43.125) | (49.716) | (47.742) | (49.003) | (50.297) |
| Otros Gastos | (17.489) | (20.529) | (23.365) | (23.719) | (24.409) | (25.120) |
| EBITDA | 19.019 | 15.425 | (827) | 14.182 | 14.802 | 23.616 |
| % Margen EBITDA | 20,8% | 15,8% | (0,9%) | 13,6% | 13,9% | 20,1% |
| Amortizaciones | | | | (6.827) | (7.444) | (7.480) |
| Ingresos de Coste Amortizado | | | | 566 | - | - |
| Resultado por venta de autobuses | | | | - | - | - |
| NOPAT | | | | 7.922 | 7.358 | 16.136 |
| Amortizaciones y depreciaciones | | | | 6.827 | 7.444 | 7.480 |
| CapEx | | | | (589) | (601) | (601) |
| Variación del capital circulante neto | | | | 24.555 | (5.727) | (8.488) |
| Flujo de caja libre | | | | 38.713 | 8.474 | 14.527 |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY.

Según la Dirección, actualmente la prestación del servicio en relación a la concesión por parte de la Compañía no está regida por ningún Contrato Programa, dado que los anteriores Contratos Programas 2013-2016 y 2017-2021 expiraron en diciembre 2016 y diciembre 2021, respectivamente y a día de hoy el nuevo Contrato Programa no se ha formalizado.

El Contrato Programa regula, entre otros aspectos, las condiciones financieras bajo las cuales se opera la concesión. En concreto, se regula el margen con el que la Administración remunera a la Compañía por la prestación del servicio. En los Contratos Programas 2013-2016 y 2017-2021 se estableció un 6% de margen sobre los costes. Dicho porcentaje quedaba sujeto a revisión en años posteriores y, tal y como nos ha comunicado la Compañía, el margen real de ese periodo ha sido inferior a ese 6%.

A efectos de valoración, la Compañía ha asumido como premisa básica un margen del 4,5% para el período del 1 de enero del 2025 en adelante.

Proyección de Ingresos

Ingresos Proyectados (2025 – 2027)

| Miles de euros | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos de Viajeros | 48.626 | 70.282 | 66.476 | 75.989 | 69.794 | 69.794 |
| Aport. a la exp. CP Cabildo | 21.030 | 23.530 | 21.030 | 24.941 | 33.730 | 44.573 |
| Otros ingresos | 21.737 | 3.699 | 2.933 | 3.015 | 3.038 | 3.063 |
| Total | 91.392 | 97.511 | 90.438 | 103.945 | 106.562 | 117.429 |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

Principales Asunciones de Ingresos

Para proyectar los ingresos de la Compañía se ha partido del plan de negocios proporcionado por la Dirección (el cual se muestra en el margen izquierdo) y considerando las siguientes hipótesis:

- ▶ **Ingresos de viajeros:** proyectados con base a la evolución de viajeros tarjeta y viajeros pago directo:
 - Viajeros tarjeta: se refiere a los ingresos provenientes de ventas de tarjetas *multiviaje*. Para el 2025, se ha considerado un importe de 53.498 miles de euros anuales, según el presupuesto aprobado por la Dirección. Para los años siguientes, la Dirección ha considerado un escenario más conservador, manteniendo el importe alrededor de los 47m de euros. Esto se debe por una menor dotación prevista por parte del Gobierno para los convenios de gratuidad del transporte, en línea con los niveles observados en 2023 y 2024.
 - Viajeros pago directo: se refiere a los ingresos provenientes de ventas de billetes sencillos (individuales). Para el 2025, se ha considerado un importe de 22.491 miles de euros anuales, según el presupuesto aprobado por la Dirección. Para los años siguientes, la Dirección ha considerado un escenario continuista, y ha mantenido dicho importe estable.
- ▶ **Aportaciones a la explotación CP Cabildo (AUTGC):** Se refiere a los ingresos sobre la liquidación de Contratos Programas anteriores y a subvenciones a la explotación recibidas de Cabildo de Gran Canarias para el período de proyección. El importe anual sería para compensar a la Compañía por gastos incurridos más un margen adicional.
 - Adicionalmente, al no haberse firmado un nuevo contrato programa, la Compañía ha asumido como premisa básica un margen del 4,5% para el período 2025 en adelante.
- ▶ **Otros ingresos:** se refieren a Aportaciones a la explotación por parte de la Comunidad Autónoma y a ingresos de publicidad en los exteriores de los buses, cobros de seguros por indemnizaciones, así como penalizaciones aplicadas a talleres externos con los que la Compañía tiene contratos de mantenimiento.

Proyección de Gastos

Aprovisionamientos Proyectados (2025 – 2027)

| Miles de euros | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Combustible | (14.663) | (16.508) | (16.166) | (16.729) | (16.729) | (16.729) |
| Lubrificantes | (518) | (500) | (446) | (458) | (471) | (486) |
| Neumáticos | (699) | (839) | (971) | (959) | (988) | (1.017) |
| Repuestos | (571) | (641) | (375) | (155) | (160) | (164) |
| Otros | (39) | 56 | (227) | - | - | - |
| Total | (16.490) | (18.432) | (18.185) | (18.301) | (18.348) | (18.396) |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

Gastos Operativos Proyectados (2025 – 2027)

| Miles de euros | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Gastos de Personal | (38.395) | (43.125) | (49.716) | (47.742) | (49.003) | (50.297) |
| Otros Gastos de Explotación | (17.489) | (20.529) | (23.365) | (23.719) | (24.409) | (25.120) |
| Total | (55.883) | (63.654) | (73.081) | (71.462) | (73.412) | (75.417) |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

Principales Asunciones de Gastos

Aprovisionamientos:

- ▶ **Combustibles:** Se ha proyectado considerando la expectativa de la Dirección con respecto al consumo medio de combustible, los kilómetros recorridos y el coste medio del combustible.
- ▶ **Lubrificantes, Neumáticos y Repuestos:** Se han proyectado en base al presupuesto de 2025 y con crecimientos anuales en base al IPC proyectado para cada período.

Gastos Operativos:

- ▶ **Gastos de personal:** Se refiere al gasto con remuneraciones y seguridad social de los empleados y se ha proyectado en base al número de empleados de la Compañía y el coste medio por empleado.
- ▶ Para el año de 2025 se ha proyectado según el presupuesto aprobado por la Dirección y, para los años siguientes, se ha considerado un incremento en base al IPC proyectado de cada período.
- ▶ **Otros gastos de explotación:** Se refieren a gastos de seguros, arrendamientos, reparaciones, limpieza y otros gastos. Se ha proyectado en base al presupuesto de 2025 aprobado por la Dirección y, para los años siguientes, con crecimientos anuales en base al IPC proyectado para cada período.

Resto de Partidas del Flujo de Caja

Capital Circulante Neto Proyectado (2025 – 2027)

| Miles de euros | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Existencias | 365 | 138 | 138 | 138 | 138 |
| Cc. por cobrar AAPP Cabildo Liquid. CP | 5.733 | 3.961 | 1.661 | 2.550 | 11.155 |
| Cc. por cobrar AAPP Cabildo Bonos/OBSP | 28.438 | 25.782 | 1.547 | 2.527 | 2.527 |
| Otras cuentas por cobrar y resto subvenciones | 1.110 | 789 | 789 | 843 | 843 |
| Otros (Personal, Impuesto corriente y AAPP) | 2.682 | 734 | 734 | 734 | 734 |
| Periodificaciones | 269 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| Activo circulante | 38.596 | 31.715 | 5.180 | 7.103 | 15.707 |
| | | | | | |
| Acreedores y otras cuentas a pagar | 12.989 | 15.192 | 13.522 | 9.718 | 9.835 |
| Periodificaciones | 466 | 413 | 413 | 413 | 413 |
| Provisiones | 319 | 310 | - | - | - |
| Pasivo circulante | 13.775 | 15.915 | 13.935 | 10.131 | 10.248 |
| | | | | | |
| Capital Circulante Neto | 24.821 | 15.800 | (8.755) | (3.029) | 5.460 |
| Variación del capital circulante | | | 24.555 | (5.727) | (8.488) |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

CapEx y D&A Proyectado (2025 – 2027)

| Miles de euros | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Inicio del periodo | 51.612 | 45.375 | 38.533 |
| (+) CapEx (Otros) | 589 | 601 | 601 |
| (-) D&A | (6.827) | (7.444) | (7.480) |
| Final del período | 45.375 | 38.533 | 31.653 |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

Asunciones de resto de partidas del Flujo de Caja

Impuestos:

- Según conversaciones mantenidas con la Dirección, no se espera pagar impuestos durante el período de proyección debido a las BINs registradas y a las deducciones por compras de activo fijo (autobuses), a pesar de la sentencia del Tribunal Supremo de abril del presente año sobre el límite de aplicación de deducciones de activos fijos nuevos en Canarias.

Capital Circulante Neto:

- **Existencias y periodificaciones:** La Dirección ha considerado un nivel estable durante el período de proyección.
- **Cuentas por cobrar con Adm. Pública (Liquidaciones y Bonos/OBSP):** Se refieren a cuentas por cobrar por liquidaciones de contratos programas anteriores y se han proyectado según el cronograma de cobro ya establecido con la administración pública. La Dirección nos ha confirmado y soportado mediante documentación el cobro de este concepto a principios de 2025, registrándose una entrada de caja de c. 26 millones de euros proveniente del convenio de bonos. Además, se ha proyectado un incremento en 2027 como resultado de la composición del valor esperado de liquidación del contrato programa correspondiente a los años 2025 y 2026, el cual se prevé que se cobrará en 2028.
- **Otras cuentas por cobrar y Otros (Personal, Impuesto corriente y AAPP):** Se han proyectado según la expectativa de cobro por parte de la Dirección.
- **Acreedores:** La Dirección proyecta una reducción del período de pago de la Compañía en los próximos años y, por tanto, una reducción de esta partida.
- **Provisiones:** se refiere a una provisión de una demanda antigua de unos pocos trabajadores, que la Dirección espera pagar en la segunda mitad de 2025.

CapEx y D&A:

- La amortización se proyecta teniendo en cuenta la amortización pendiente de los activos fijos actuales y de los nuevos activos adquiridos.
- El CapEx se ha proyectado en base a la expectativa de la Dirección y se refiere a la inversión anual en mantenimiento de los activos actuales. La Dirección no prevé nuevas inversiones en flotas.

Otros outputs utilizados en la valoración

Posición Financiera Neta

| Miles de euros | 31/12/2024 |
|--|-----------------|
| Caja / inversiones | |
| Inversiones fin. en empr. de Grupo a largo plazo | 10.244 |
| Inversiones financieras a largo plazo | 6.013 |
| Inversiones a corto plazo | 1.089 |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes | 1.545 |
| Total Caja / inversiones | 18.892 |
| Deuda Financiera | |
| Deudas largo plazo | (27.929) |
| Deudas corto plazo | (41.224) |
| Total Deuda Financiera | (69.153) |
| Posición financiera neta | (50.261) |

Fuente: Análisis de EY basado en los estados financieros de Salcai – Utinsa

Liquidación de la concesión

| Miles de euros | |
|---|-----------------|
| Provisión por demanda de trabajadores | (6.399) |
| Acreedores comerciales y otras cuentas | (9.835) |
| Periodificaciones/provisiones | (413) |
| Liquidación de pasivos en 2028 | (16.647) |
| Factor de descuento (2028) | 0,75 |
| Valor descontado a 31/12/2024 (1) | (12.565) |
| Existencias | 138 |
| Deudores comerciales/otras cuentas | 15.569 |
| Inmovilizado material | 25.568 |
| Liquidación de los activos en 2029 | 41.275 |
| Factor de descuento (2029) | 0,70 |
| Valor descontado a 31/12/2024 (2) | 28.749 |
| Impacto liquidación a 31/12/2024 (1+2) | 16.184 |

Fuente: Análisis de EY basado en los estados financieros de Salcai – Utinsa

Posición Financiera Neta

Con el objetivo de calcular el rango de Valor de Mercado del 100% de las acciones de la Compañía, se ha considerado la posición financiera neta de la Compañía a la Fecha de Valoración, según el Balance de Situación proporcionado por la Dirección a 31 de diciembre de 2024, cuyo detalle se muestra a la izquierda.

Las principales partidas que componen la posición financiera neta se detallan a continuación:

- ▶ Las **inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo** comprenden las inversiones financieras que la Compañía posee en (i) Global Canaria de Inversiones, S.L. (participación del 100%), (ii) Gexco, S.L (participación del 66,6%); y (iii) Transed, S.L. (participación del 66,6%). A efectos del presente ejercicio de valoración, se ha considerado el valor neto contable de la participación financiera en el balance de la Compañía como una proxy de su Valor de Mercado.
- ▶ Las **inversiones financieras a largo plazo** incluyen, principalmente, créditos a los socios/trabajadores para la compra de acciones por importe de 6.013 miles de euros.
- ▶ Las **deudas a corto y largo plazo** están compuestas por préstamos bancarios con vencimientos principalmente en los últimos años de la concesión.

Liquidación de la concesión

Según lo comentado anteriormente, a efectos del presente ejercicio se ha considerado el valor de liquidación del pasivo del capital circulante en 2028 (un año después del fin de la concesión), así como la liquidación de los activos fijos y de las partidas del activo circulante en 2029.

El valor de liquidación del pasivo del capital circulante se ha calculado a partir del valor neto contable estimado a 31 de diciembre de 2028, como parte del cálculo del valor de la Compañía, y se ha descontado a la Fecha de Valoración. Asimismo, se ha incluido una provisión relacionada con un conflicto colectivo derivado de determinadas disposiciones del Convenio Colectivo 2012–2014, cuyo importe se ha estimado conforme a las expectativas de la Dirección sobre el desembolso que previsiblemente deberá realizarse al término de la concesión.

Por otro lado, en relación con la liquidación de los activos, se ha incluido tanto el valor estimado de realización de las existencias y cuentas a cobrar, como el del inmovilizado material. En el caso del activo circulante, esto se debe a que, según la Dirección, el cobro de las cuentas a cobrar – la mayoría contraídas con la Administración Pública – suele implicar plazos más largos que los habituales en cuentas comerciales. En cuanto al inmovilizado, las estimaciones se han elaborado con base en las hipótesis de venta facilitadas por la Dirección, teniendo en cuenta los años de adquisición y la expectativa de valor de salida de cada activo.

El detalle del cálculo se presenta en la tabla a la izquierda.

Aplicación del Descuento de Flujos de Caja Libres

Descuento de Flujos de Caja Libres

| Miles de euros | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|
| Ventas | 97.511 | 90.438 | 103.945 | 106.562 | 117.429 | - | - |
| Aprovisionamientos | (18.432) | (18.185) | (18.301) | (18.348) | (18.396) | - | - |
| Margen Bruto | 79.079 | 72.254 | 85.644 | 88.214 | 99.033 | - | - |
| % Margen bruto | 81,1% | 79,9% | 82,4% | 82,8% | 84,3% | n.a | n.a |
| Gastos de personal | (43.125) | (49.716) | (47.742) | (49.003) | (50.297) | - | - |
| Otros Gastos | (20.529) | (23.365) | (23.719) | (24.409) | (25.120) | - | - |
| EBITDA | 15.425 | (827) | 14.182 | 14.802 | 23.616 | - | - |
| % Margen EBITDA | 15,8% | (0,9%) | 13,6% | 13,9% | 20,1% | n.a | n.a |
| Amortizaciones | | | (6.827) | (7.444) | (7.480) | - | - |
| Ingresos de Coste Amortizado | | | 566 | - | - | - | - |
| Resultado por venta de autobuses | | | - | - | - | - | - |
| NOPAT | 15.425 | (827) | 7.922 | 7.358 | 16.136 | - | - |
| Amortizaciones y depreciaciones | | | 6.827 | 7.444 | 7.480 | - | - |
| CapEx | | | (589) | (601) | (601) | - | - |
| Variación del capital circulante neto | | | 24.555 | (5.727) | (8.488) | (10.248) | 15.707 |
| Importe restante bolsa | | | - | - | - | (6.399) | - |
| Liquidación de los activos fijos | | | - | - | - | - | 25.568 |
| Flujo de caja libre | | | 38.713 | 8.474 | 14.527 | (16.647) | 41.275 |
| Período de descuento (full period) | | | 1,00 | 2,00 | 3,00 | 4,00 | 5,00 |
| Período de descuento | | | 0,50 | 1,50 | 2,50 | 3,50 | 4,50 |
| Tasa de descuento | | | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% |
| Factor de descuento | | | 0,96 | 0,89 | 0,82 | 0,75 | 0,70 |
| Flujo de caja libre descontado | | | 37.189 | 7.512 | 11.882 | (12.565) | 28.749 |

Fuente: Análisis de EY basado en las proyecciones financieras preparadas y proporcionada por la Dirección

En base a los análisis realizados y a las asunciones explicadas anteriormente, según la metodología del Descuento de Flujos de Caja Libres, nuestra estimación del Valor de Mercado para el 100% de las acciones de Salcai – Utinsa, a fecha 31 de diciembre de 2024 se encuentra en el rango comprendido entre **21.844 miles de euros y 23.181 miles de euros, con un valor central de 22.505 miles de euros.**

| Valoración | 31/12/2024 |
|---|---------------|
| Suma de flujos de concesión | 56.583 |
| Valor de la liquidación a 31/12/2024 | 16.184 |
| Enterprise value | 72.767 |
| Posición financiera neta | (50.261) |
| Equity value (Valor de las acciones) | 22.505 |

Fuente: Análisis de EY

Nota: No obstante, en la sección 5 de este Informe se ha incluido a efectos ilustrativos el impacto en el valor derivado de la potencial extensión de la concesión una vez terminado el plazo actual de la misma.

Enterprise Value (Valor de la empresa)

| Tasa de Descuento | | |
|-------------------|--------|--------|
| 7,87% | 8,37% | 8,87% |
| 73.443 | 72.767 | 72.105 |

Equity Value (Valor de las acciones)

| Tasa de Descuento | | |
|-------------------|--------|--------|
| 7,87% | 8,37% | 8,87% |
| 23.181 | 22.505 | 21.844 |

5

Análisis de la potencial extensión



Introducción al análisis de la potencial extensión de la Concesión

Principales consideraciones del análisis

De acuerdo con la Dirección, a fecha de vencimiento de la concesión (31 de diciembre de 2027), se entraría en un proceso licitatorio para la asignación del nuevo concesionario. A efectos ilustrativos, se ha calculado el impacto de la potencial extensión de la concesión en el Valor de Mercado del 100% de las acciones de la Compañía. En este sentido, la estimación del flujo de caja libre correspondiente a una potencial extensión de la concesión de 10 años adicionales se ha realizado a partir de los flujos de caja libres proyectados para el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2028 y el 31 de diciembre de 2037, asumiendo las mismas hipótesis operativas y financieras del escenario base correspondiente a los ejercicios 2025 a 2027. Particularmente, se han considerado las siguientes hipótesis para el periodo prorrogado:

► Ingresos y gastos

Para proyectar las partidas de ingresos y gastos operativos entre el 1 de enero de 2028 y el 31 de diciembre de 2037, se ha partido de la cuenta de resultados estimada a 2027 y se ha proyectado cada partida en base a la inflación esperada para cada año, en base a las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional para España.

► CapEx y Amortizaciones:

La depreciación de los activos fijos proyectada a lo largo del periodo de la potencial extensión se ha calculado teniendo como referencia el importe de depreciación estimado para el año 2027.

En cuanto a la inversión anual en activos fijos (autobuses), se ha igualado a la depreciación estimada, de forma que se mantiene el mismo nivel de activos necesarios para soportar la operación de la Compañía.

► Variaciones del capital circulante neto:

Tanto las cuentas por cobrar como las cuentas por pagar se han estimado para el periodo prorrogado según los saldos proyectados para 2027 y manteniendo constante los días promedios de rotación anual.

► Tasa de descuento:

Se ha utilizado los mismos parámetros para el cálculo de la tasa de descuento estimada para los flujos de caja libres de la concesión actual, a excepción de la tasa libre de riesgo. Dado que se trata de un cálculo meramente ilustrativo, en la tasa de descuento no se ha considerado ninguna prima adicional ya que el efecto es binario, es decir, o se produce la extensión o no se produce y además no se podría saber al día de hoy en qué condiciones. Para más detalle, ver Anexo I.

Flujo de caja libre con extensión e impacto de la extensión (1/2)

Flujo de caja libre - Escenario con extensión del plazo concesional actual

| Miles de euros | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 97.511 | 90.438 | 103.945 | 106.562 | 117.429 | 108.031 | 110.035 | 112.079 | 114.164 | 116.291 | 118.460 |
| Aprovisionamientos | (18.432) | (18.185) | (18.301) | (18.348) | (18.396) | (18.764) | (19.140) | (19.523) | (19.913) | (20.311) | (20.717) |
| Margen Bruto | 79.079 | 72.254 | 85.644 | 88.214 | 99.033 | 89.267 | 90.896 | 92.557 | 94.251 | 95.980 | 97.743 |
| % Margen bruto | 81,1% | 79,9% | 82,4% | 82,8% | 84,3% | 82,6% | 82,6% | 82,6% | 82,6% | 82,5% | 82,5% |
| Gastos de personal | (43.125) | (49.716) | (47.742) | (49.003) | (50.297) | (51.302) | (52.328) | (53.375) | (54.443) | (55.531) | (56.642) |
| Otros Gastos | (20.529) | (23.365) | (23.719) | (24.409) | (25.120) | (25.623) | (26.135) | (26.658) | (27.191) | (27.735) | (28.290) |
| EBITDA | 15.425 | (827) | 14.182 | 14.802 | 23.616 | 12.342 | 12.432 | 12.524 | 12.618 | 12.713 | 12.811 |
| % Margen EBITDA | | | 13,6% | 13,9% | 20,1% | 11,4% | 11,3% | 11,2% | 11,1% | 10,9% | 10,8% |
| Amortizaciones | | | (6.827) | (7.444) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) |
| Ingresos de Coste Amortizado | | | 566 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado por venta de autobuses | | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| NOPAT | 7.922 | 7.358 | 16.136 | 4.861 | 4.952 | 5.044 | 5.137 | 5.233 | 5.331 | | |
| Amortizaciones y depreciaciones | | | 6.827 | 7.444 | 7.480 | 7.480 | 7.480 | 7.480 | 7.480 | 7.480 | 7.480 |
| Variación del capital circulante neto | | | 24.555 | (5.727) | (8.488) | 1.462 | (59) | (60) | (61) | (63) | (64) |
| CapEx | | | (589) | (601) | (601) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) |
| Importe restante bolsa | | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Liquidación de los activos fijos | | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Flujo de caja libre | 38.713 | 8.474 | 14.527 | 6.323 | 4.893 | 4.983 | 5.076 | 5.170 | 5.267 | | |
| Período de descuento (full period) | | | 1,00 | 2,00 | 3,00 | 4,00 | 5,00 | 6,00 | 7,00 | 8,00 | 9,00 |
| Período de descuento | | | 0,50 | 1,50 | 2,50 | 3,50 | 4,50 | 5,50 | 6,50 | 7,50 | 8,50 |
| Tasa de descuento | | | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% |
| Factor de descuento | | | 0,96 | 0,88 | 0,81 | 0,74 | 0,68 | 0,63 | 0,58 | 0,53 | 0,49 |
| Flujo de caja libre descontado | 37.109 | 7.464 | 11.756 | 4.702 | 3.343 | 3.128 | 2.928 | 2.740 | 2.565 | | |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

Flujo de caja libre con extensión e impacto de la extensión (2/2)

Flujo de caja libre - Escenario con extensión del plazo concesional actual

| Miles de euros | 2034E | 2035E | 2036E | 2037E | 2038E | 2039E |
|---------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|
| Ventas | 120.673 | 122.929 | 125.231 | 127.579 | - | - |
| Aprovisionamientos | (21.132) | (21.554) | (21.986) | (22.425) | - | - |
| Margen Bruto | 99.541 | 101.375 | 103.246 | 105.154 | - | - |
| % Margen bruto | 82,5% | 82,5% | 82,4% | 82,4% | n.a | n.a |
| Gastos de personal | (57.775) | (58.930) | (60.109) | (61.311) | - | - |
| Otros Gastos | (28.855) | (29.432) | (30.021) | (30.622) | - | - |
| EBITDA | 12.911 | 13.012 | 13.116 | 13.221 | - | - |
| % Margen EBITDA | 10,7% | 10,6% | 10,5% | 10,4% | n.a | n.a |
| Amortizaciones | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | - | - |
| Ingresos de Coste Amortizado | - | - | - | - | - | - |
| Resultado por venta de autobuses | - | - | - | - | - | - |
| NOPAT | 5.430 | 5.532 | 5.635 | 5.741 | - | - |
| Amortizaciones y depreciaciones | 7.480 | 7.480 | 7.480 | 7.480 | - | - |
| Variación del capital circulante neto | (65) | (66) | (68) | (69) | (12.492) | 17.065 |
| CapEx | (7.480) | (7.480) | (7.480) | (7.480) | - | - |
| Importe restante bolsa | - | - | - | - | (6.399) | - |
| Liquidación de los activos fijos | - | - | - | - | - | 15.397 |
| Flujo de caja libre | 5.365 | 5.465 | 5.568 | 5.672 | (18.891) | 32.462 |
| Período de descuento (full period) | 10,00 | 11,00 | 12,00 | 13,00 | 14,00 | 15,00 |
| Período de descuento | 9,50 | 10,50 | 11,50 | 12,50 | 13,50 | 14,50 |
| <i>Tasa de descuento</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,8%</i> |
| Factor de descuento | 0,45 | 0,41 | 0,38 | 0,35 | 0,32 | 0,29 |
| Flujo de caja libre descontado | 2.401 | 2.247 | 2.103 | 1.969 | (6.025) | 9.513 |

| Valoración | 31/12/2024 |
|---|---------------|
| Suma de flujos de concesión | 84.455 |
| Valor de la liquidación a 31/12/2024 | 3.488 |
| Enterprise value | 87.943 |
| Posición financiera neta | (50.261) |
| Equity value (Valor de las acciones) | 37.681 |

Enterprise Value (Valor de la empresa)

| Tasa de Descuento | | |
|-------------------|--------------|--------------|
| 8,33% | 8,83% | 9,33% |
| 89.451 | 87.943 | 86.499 |

Equity Value (Valor de las acciones)

| Tasa de Descuento | | |
|-------------------|--------------|--------------|
| 8,33% | 8,83% | 9,33% |
| 39.189 | 37.681 | 36.238 |

Fuente: plan de negocio y proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección a la Fecha de Valoración y análisis EY

En base a los análisis realizados y a las asunciones realizadas explicadas anteriormente, según la metodología del Descuento de Flujos de Caja Libres, nuestra estimación del Valor de Mercado para el 100% de las acciones de Salcai – Utinsa, a fecha 31 de diciembre de 2024, considerando una extensión de la Concesión, se encuentra en el rango comprendido entre 36.238 miles de euros y 39.189 miles de euros, con un valor central de 37.681 miles de euros.

6

Anexos



Anexo I: Tasa de descuento

Tasa de descuento “WACC”

| Tasa de descuento | Concesión Actual | Extensión |
|--|------------------|--------------|
| Tasa libre de riesgo (<i>Rf</i>) | 2,36% | 2,97% |
| Beta reapalancada (β) | 0,83 | 0,83 |
| Prima de Riesgo del Mercado (<i>Rm-Rf</i>) | 6,00% | 6,00% |
| Prima de Riesgo por tamaño | 1,99% | 1,99% |
| Coste de los Fondos Propios (Ke) | 9,33% | 9,93% |
| Tipo de interés base (Euros왑) | 2,33% | 2,33% |
| Spread | 2,94% | 2,94% |
| Coste de la Deuda antes de Imp. | 5,27% | 5,27% |
| Tasa Impositiva | 0,00% | 0,00% |
| Coste de la Deuda (post-tax) (Kd) | 5,27% | 5,27% |
| D/(E+D) | 23,57% | 23,57% |
| E/(D+E) | 76,43% | 76,43% |
| WACC | 8,37% | 8,83% |
| Beta desapalancada | 0,63 | |
| Gearing (D/E) | 30,84% | |
| Beta reapalancada | 0,83 | |

Fuente: Análisis EY basado en fuentes públicas de bases de datos

Análisis

- ▶ **Tasa libre de riesgo (*Rf*):** Corresponde a la rentabilidad exigida, a la Fecha de Valoración, para un activo libre de riesgo de acuerdo con el país en el que opera la Compañía (España). Para la concesión actual, se ha calculado en base a la ponderación de la evolución del yield del bono español a 2 y 5 años durante el periodo de 3 meses anteriores a la Fecha de Valoración, teniendo en cuenta que la duración de la concesión es de 3 años. Para el periodo de extensión, se ha calculado en base al promedio de la evolución del yield de los bonos a 10 años durante el periodo de 3 meses anteriores a la Fecha de Valoración.
- ▶ **Coeficiente Beta (β):** El coeficiente β es el parámetro que mide el riesgo sistemático al que está sometido cada negocio. Dicho coeficiente se ha calculado considerando media de la beta semanal a 2 años de compañías comparables cotizadas. La beta desapalancada considerada es 0,63 (beta apalancada de 0,83 con base en la aplicación de la fórmula "Beta Apalancada = Beta desapalancada x [1 + (D/E) x (1-Tax)]").
- ▶ **Gearing (D/E):** El gearing de referencia ha sido de 30,8% (supone una estructura 23,6% de Deuda y 76,4% de Equity). Se ha obtenido a partir del apalancamiento de las compañías comparables seleccionadas.
- ▶ **Prima de riesgo de mercado (*Rm – Rf*):** Representa la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y el tipo de interés del activo libre de riesgo. Los estudios realizados sobre los mercados de capitales indican que las inversiones en acciones concluyen una rentabilidad estimada adicional del 6,00%.
- ▶ **Prima de riesgo por tamaño:** Corresponde a la prima adicional que recoge el riesgo de la compañía en función a su tamaño. Obtenida en base a la tabla de análisis comúnmente utilizada por valoradores.
- ▶ **Coste de la Deuda (post-tax):** Se ha calculado teniendo en cuenta la situación actual de los tipos de interés y un spread del 2,94% calculado según el riesgo de crédito sintético de la Compañía, obtenido a partir del análisis de calificación crediticia de los bonos corporativos emitidos por compañías comparables. Una vez obtenido el coste medio de la deuda, se ha utilizado el tipo impositivo efectivo de la Compañía para los próximos años de 0% con el fin de obtener el coste medio de la deuda después de impuestos de 5,27%. Según lo comentado en secciones anteriores, se ha considerado un tipo impositivo del 0% dado que, según la Dirección, no se espera pagar impuestos durante el periodo de la concesión actual ni en el caso de una posible prórroga de esta, debido a las BINs registradas y a las deducciones por compras de activo fijo (autobuses).

Anexo II: Abreviaturas

| | |
|------------------------------------|--|
| 20xxE | Año con información estimada |
| 20xxA | Año con información real |
| € | Euro |
| AUTGC | Autoridad Única del Transporte de Gran Canaria |
| CapEx | Inversión en Activos Fijos |
| c. | Circa |
| Compañía / Cliente / Salcai | Salcai-Utinsa, SA. |
| DFCL | Método del Descuento de Flujos de Caja Libres |
| Dirección | La Dirección del Cliente |
| D&A | Depreciaciones y Amortizaciones |
| EBIT | Beneficio antes de Intereses e Impuestos |
| EBITDA | Beneficio antes de Intereses, Impuestos, Amortizaciones y Depreciaciones |
| EBT | Beneficio antes de Impuestos |
| Enterprise Value | Valor de Mercado del negocio de la Compañía |
| Equity Value | Valor de Mercado de las acciones (100%) de la Compañía |
| EY | Ernst & Young Servicios Corporativos S.L. |
| Fecha de Valoración | 31 de diciembre de 2024 |
| Informe | El presente informe de valoración realizado por EY |
| IPC | Índice de Precios de Consumo |
| Km | Kilómetros |
| NOPAT | Net Operating Profit After Tax |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |

Anexo III: Fuentes de información

Fuentes internas

- ▶ Plan de negocio de la Compañía y proyecciones financieras para el periodo 2025 a 2027.
- ▶ Cuentas Anuales auditadas de la Compañía de los ejercicios 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024.
- ▶ Pliego de Concesión.
- ▶ Contrato Programa 2008 – 2012.
- ▶ Contrato Programa 2013 – 2016.
- ▶ Contrato Programa 2017 – 2021.
- ▶ Llamadas con la Dirección.
- ▶ Resolución de la Administración Pública con relación a la liquidación del Contrato Programa.
- ▶ Información no financiera de la Compañía para 2024.
- ▶ Informe pericial de experto independiente de análisis de determinados aspectos económicos del Convenio Colectivo, proporcionado por la Dirección.
- ▶ Carta de abogados con opinión sobre demanda de los trabajadores.

Fuentes externas

- ▶ Fondo Monetario Internacional.
- ▶ Capital IQ.

Acerca de EY

EY es líder mundial en servicios de auditoría, fiscalidad, asesoramiento en transacciones y consultoría. Los análisis y los servicios de calidad que ofrecemos ayudan a crear confianza en los mercados de capitales y las economías de todo el mundo. Desarrollamos líderes destacados que trabajan en equipo para cumplir los compromisos adquiridos con nuestros grupos de interés. Con ello, desempeñamos un papel esencial en la creación de un mundo laboral mejor para nuestros empleados, nuestros clientes y la sociedad.

EY es líder mundial en servicios de auditoría, fiscalidad, asesoramiento en transacciones y consultoría. Los análisis y los servicios de calidad que ofrecemos ayudan a crear confianza en los mercados de capitales y las economías de todo el mundo. Desarrollamos líderes destacados que trabajan en equipo para cumplir los compromisos adquiridos con nuestros grupos de interés. Con ello, desempeñamos un papel esencial en la creación de un mundo laboral mejor para nuestros empleados, nuestros clientes y la sociedad.

© 2025 E&Y Servicios Corporativos, S.L.
Todos los derechos reservados.



Building a better
working world