

## Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

13 April 2026

### Buy

Initiating Coverage

Share price: EUR 12.80

closing price as of 09/04/2026

Target price: EUR 14.70

Upside/Downside Potential 14.8%

Reuters/Bloomberg INDXA.MC/INDXA SM

Market capitalisation (EURm) 186

Current N° of shares (m) 15

Free float 14%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 3

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 0.75

Price high/low 12 months 14.40 / 7.70

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 7.56/-5.19/63.06

Key financials (EUR) 12/25 12/26e 12/27e

Total Revenue (m) 9 13 18

Pre-Provision Profit (PPP) (m) 3 6 10

Operating profit (OP) 3 6 10

Earnings Before Tax (m) 3 6 10

Net Profit (adj.) (m) 2 5 8

Shareholders Equity (m) 6 11 18

Tangible BV (m) 5 10 17

RWA (m) 0 0 0

ROTE 48.3% 49.7% 43.7%

Total Capital Ratio (B3) 0.0% 0.0% 0.0%

Cost/Income 64.7% 51.4% 44.5%

Price/Pre-Prov Prof 60.9 28.7 18.9

P/E (adj.) 84.0 38.3 24.6

P/BV 35.2 17.7 10.3

P/TBV 40.6 19.1 10.7

Dividend Yield 0.0% 0.0% 0.0%

Pre-Prov Prof per share 0.22 0.45 0.68

EPS (adj.) 0.16 0.33 0.52

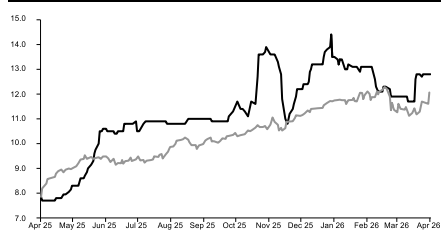
BVPS 0.39 0.72 1.24

TBVPS 0.34 0.67 1.19

DPS 0.00 0.00 0.00

### Shareholders

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



Source: FactSet

— INDXA CAPITAL — IBEX 35 (Rebased)

### Analyst(s)

Marisa Mazo, Ph.D, CFA

marisa.mazo@gvcgaesco.es

+34 91 436 7817

## Una gran bola de nieve

Indexa Capital podría alcanzar 16.400mnEUR de activos bajo gestión (+30,0% CAGR 2025-30e) y 454.000 clientes (+27,6% CAGR 2025-30e) en 2030e. Con una comisión media del 0,25% y un alto apalancamiento operativo, el beneficio neto se podría situar en 20,8mnEUR (+54,4% anual). La elevada generación de caja llevaría a una posición de tesorería neta de 53,0mnEUR en 2030e si no se distribuyen dividendos, se recompran acciones o se invierte en la adquisición o desarrollo de otros negocios. Recomendamos Comprar.

- ✓ **Indexa Capital Group es la cabecera de un grupo** formado por **Indexa Capital AV** (gestor automatizado de carteras de fondos indexados), **Bewater Asset Management** (gestora de fondos de inversión de capital cerrado) e **Indexa Caravel** (filial francesa que comercializa planes de pensiones). **Indexa Capital ha sido un gran éxito del equipo fundador**. En diez años se ha convertido en el primer gestor discrecional de carteras independiente de España, con un volumen gestionado de 4.700mnEUR a 31-marzo-2026 (+ 47% a/a) y 148.621 clientes (+41% a/a). El grupo se incorporó al *BME growth* en julio de 2023.
- ✓ **El “efecto bola de nieve” aplicado a Indexa**. Los activos bajo gestión crecen por las aportaciones periódicas de los clientes existentes (419EUR al mes de media en 2016–2025) y por la revaloración del mercado (21% del crecimiento total). Estos clientes satisfechos son prescriptores del servicio y atraen a nuevos clientes (aproximadamente el 50% de las altas netas) obteniendo un descuento en sus comisiones. Así, tanto el coste de adquisición (41EUR en 2025) como el ratio de abandono (6,1% en 2025) son bajos. Comisiones de gestión bajas (0,247% en 2025) y la ejecución automatizada que elimina sesgos del comportamiento han permitido rentabilidades superiores a la media acumulando 70pp entre 2016 y 2025 en la cartera mediana. Y además se va completando la oferta de productos. Con todo ello, la generación de ingresos se acelera. Combinándolos con un modelo de gestión de bajo coste, el efecto en beneficios es exponencial.
- ✓ **El “efecto bola de nieve” en números**. Los clientes han crecido un +27,8% anual entre 2021 y 2025, alcanzando 134.000. Hasta 2030e prevemos un aumento anual del +27,6%, hasta 454.000. Los activos bajo gestión se incrementaron un +33,9% anual en el mismo periodo, hasta 4.411mnEUR en 2025. Estimamos un crecimiento del +30,0% anual hasta 2030e, alcanzando 16.388mnEUR. Los gastos, que aumentaron al +26,1% anual, ralentizarán su crecimiento hasta el +15,1% anual, incorporando aquí un aumento de la publicidad del +25% cada año, que puede ser modulado para acelerar o retrasar el crecimiento. Según estas hipótesis, el beneficio neto podría alcanzar 20,8mnEUR (+54,4% anual) y la generación de caja 18,2mnEUR en 2030e. La posición de tesorería neta se situaría en 53,0mnEUR de no utilizarse.
- ✓ **¿Cuánto pagar por un super-crecimiento?** Para valorar Indexa hemos utilizado el modelo H, con estimaciones explícitas hasta 2030e y estimando una normalización del crecimiento en 10 años. Utilizando una tasa de descuento del 15% (incluida prima de iliquidez) obtenemos una valoración de 213,8mnEUR que equivalen a 14,7EUR por acción. Si se cumplen nuestras estimaciones, la prima de iliquidez se reducirá, aumentando la TIR teórica de la inversión (34% anual hasta 2030e. si baja al 10%. desde el 16% implícito en nuestro P.O).

## CONTENIDO

<b>Investment case: Una gran bola de nieve</b>	<b>3</b>
<b>Indexa Capital: Su historia</b>	<b>7</b>
<b>Indexa Capital: El grupo</b>	<b>9</b>
<b>Indexa Capital: El secreto de mi éxito</b>	<b>12</b>
<b>Indexa Capital: Posicionada para crecer</b>	<b>15</b>
<b>Indexa Capital: El modelo en funcionamiento</b>	<b>26</b>
<b>Indexa Capital: El equipo gestor</b>	<b>33</b>
<b>Indexa Capital: Un crecimiento exponencial</b>	<b>36</b>
<b>Valoración ¿Cuánto pagar por un super-crecimiento?</b>	<b>45</b>

## Investment case: Una gran bola de nieve

**Indexa Capital Group fue fundada en 2015** por Unai Ansejo, François Derbaix y Ramón Blanco. Tras obtener los permisos para crear **Indexa Capital AV**, se comenzó la comercialización de carteras de fondos indexados en diciembre de 2015. En 2016 se fundó **Bewater Asset Management**, gestora líder en fondos de inversión de capital cerrado, y en 2022 se constituyó en Francia Indexa Courtier d'Assurance SAS, que se fusionó en 2024 con la empresa Fund Your Future, adquirida previamente, para formar **Indexa Caravel SAS**.

Comenzando con la gestión discrecional de carteras de fondos indexados gestionados automáticamente (85% de los activos en la actualidad), paulatinamente, se ha ido complementando la cartera de productos y servicios ofrecida a los clientes, entre otros, fondos de pensiones (2016), seguros de vida (2019) y, más recientemente, una cuenta remunerada (2025).

Tras 10 años de actividad efectiva, **Indexa AV** es la primera gestora de independiente en carteras discretionales, con un volumen de unos 4.700mnEUR y una cuota de mercado entre los gestores automatizados independientes en España del 84% aproximadamente; **Bewater Asset Management** es la gestora líder del mercado en comercialización de fondos de inversión de capital cerrado, con 17 FICCs, 7 FCRE y 2 FCR y un patrimonio total de 20mnEUR; e **Indexa Caravel** podría convertirse en la gran opción de crecimiento si se replica en Francia el éxito de Indexa Capital en España. Por el momento, comercializa dos productos y tiene activos 20,1mnEUR (+62% a/a) a diciembre de 2025.

### Indexa Capital AV: Aprovechando una oportunidad de mercado con resultados espectaculares

Tendencia a la gestión pasiva e indexada, elevadas comisiones, bajas rentabilidades y desconfianza en las instituciones tradicionales abonaban el terreno para el surgimiento de un prestador de servicios de bajo coste basado en la tecnología. En Estados Unidos, gestores automatizados como Wealthfront y Betterment habían comenzado la comercialización de la gestión patrimonial automatizada en 2010 con un notable éxito.

**Indexa Capital AV lanzó su servicio automatizado a finales de 2015** con una propuesta de valor basada en (a) la inversión en carteras diversificadas con fondos indexados y una ponderación entre renta variable y fija dependiente del perfil del cliente; (b) una baja inversión inicial; y (c) bajas comisiones de gestión.

Paralelamente se constituyeron otros gestores automatizados como **Finizens** (2015), **InbestMe** (2017) o **Finanbest** (2017) adquirido en 2022 por el neo-banco de Andbank **MyInvestor** (2017).

El comportamiento del negocio de Indexa Capital ha sido diferencial, con unos activos bajo gestión o administración que casi multiplican por 10 los del segundo jugador independiente (Finizens).

**¿Cuál es el secreto del éxito?** A nuestro juicio, la diferencia está en el diseño y ejecución del proyecto por parte del equipo gestor, en los detalles de los procesos de *on-boarding*, operacionales o de servicio al cliente o en la gestión del gasto en marketing. Ni las comisiones (bastante similares), ni la composición de las carteras (todos utilizan fondos indexados de Vanguard o Blackrock), ni la valoración de los clientes de las plataformas (4,8 para Indexa, Finizens e InbestMe en Trustpilot) varían sustancialmente.

Los detalles diferenciales que hemos detectado son:

- ✓ **La transparencia:** activos bajo gestión, composición de las carteras, rentabilidades, costes etc. son actualizados diariamente en la página web y son visibles al público en general.
- ✓ **El anonimato** en el proceso de *on boarding* permite conocer la composición de la cartera perfilada sin tener que identificarse. La "compra" se asemeja a la de productos, de los

cuáles conocemos características y precio y sólo nos identificamos si tomamos la decisión de comprar. Es una manera de que los potenciales clientes perciban que no van a recibir llamadas ni correos no deseados y comiencen el proceso de perfilación.

- ✓ **La fiabilidad de la plataforma.** Hemos testado tiempos de respuesta en las tres e Indexa ha tenido el mejor comportamiento (el correo electrónico de respuesta llegó de forma inmediata y no 20 minutos después).

Además de las ventajas competitivas derivadas de la utilización intensiva de la tecnología, como es una base de costes muy controlada y en la que se puede apalancar, la compañía ha construido otras ventajas competitivas que suponen barreras de entrada a nuevos entrantes como son:

- ✓ El comportamiento diferencialmente positivo de sus carteras que han superado a los índices de referencia en contraste con más del 90% de los fondos europeos de acciones que no superó el comportamiento de su índice de referencia a 10 años.
- ✓ Una reputación y un elevado reconocimiento de marca: los propios clientes recomiendan Indexa a sus conocidos con lo que se entra en un círculo virtuoso para seguir aumentando su base de clientes.
- ✓ Una base de clientes de edad media 39 años al que queda todavía recorrido tanto en remuneraciones como en inversiones potenciales.

Como ya hemos comentado, en 10 años Indexa Capital se ha convertido en el 7º mayor gestor de carteras discrecionales en España según Inverco y en el primero independiente. La compañía tiene unos 148.000 clientes a marzo de 2026 (134.000 a diciembre de 2025) y 4.700mnEUR de activos bajo gestión y administración que han acelerado su crecimiento hasta un +46% a/a a pesar de las turbulencias de los mercados.

## Bewater Asset Management: Un complemento de la actividad

Bewater Asset Management es el líder en España en la comercialización de fondos de inversión colectiva de tipo cerrado dirigidos a inversores profesionales. Estos vehículos invierten en una o varias empresas relacionadas con Internet. Ha lanzado 17 FICCs, 7 FCRE y 2 FCR y tiene una cartera de 20 empresas invertibles. El patrimonio bajo gestión a diciembre de 2025 es de 20mnEUR. La TIR bruta media de sus inversiones es del 7,7% y el TVPI (Total Value to Paid-In: valor actual neto de comisiones/inversión) es de 1,25x.

## Indexa Caravel, SAS: Una opción de compra

Indexa Caravel comercializada en la actualidad dos productos: un seguro de vida ahorro y el equivalente francés de un plan de pensiones individual (*Plan Épargne Retraite*-PER). El patrimonio gestionado es de solamente 20,2mnEUR (+62% a/a) a diciembre de 2025, pero el potencial de este producto es muy grande dado el tamaño del mercado (141.100mnEUR a septiembre de 2025) y su elevado crecimiento desde su lanzamiento en 2019 y las elevadas comisiones que aplican las instituciones tradicionales (3,25%) frente a las que aplica Caravel (1,38%). En nuestro modelo hemos optado por ser conservadores, pero **¿se podría repetir el “efecto bola de nieve” en Francia?**

## El futuro: La bola de nieve sigue rodando

**El futuro para Indexa Capital es prometedor.** Las perspectivas de la economía española son positivas (2%-2,5% sin incorporar el efecto de la guerra de Oriente medio) y la tasa de ahorro se mantendrá en el 12,5% según las estimaciones de Eurostat.

Los fondos de inversión mantienen su fiscalidad ventajosa en comparación con los depósitos a plazo o la compra directa de acciones o bonos por lo que las perspectivas de crecimiento son también positivas.

**Indexa Capital mantiene su ventaja competitiva en precios:** la comisión media de los fondos de gestión pasiva en España es de 0,70% según datos de Morningstar frente a la media europea de 0,26%.

A nuestro juicio, **el segmento de gestión indexada de bajas comisiones está relativamente poco “transitado” en España.** Las instituciones tradicionales mantienen un dominio absoluto del mercado: Caixabank, Santander y BBVA tienen una cuota conjunta en gestión discrecional de carteras del 72% y en Fondos de inversión nacionales del 50%. La pérdida de ingresos que supondría introducir un modelo de bajo coste penalizaría de manera relevante sus cuentas de resultados, en las que las comisiones de gestión representan porcentaje en el entorno del 40% de las comisiones totales. La gestión activa está más “concurrida” con la creación de numerosas boutiques en la última década, con volúmenes de entre 2.000mnEUR y 3.000mnEUR.

Además, la falta de interés de los grandes participantes viene determinada por el tamaño actual de los gestores automatizados: aunque Indexa Capital creció un +44% en 2025 frente a un +22% del mercado, el crecimiento en términos absolutos de Caixabank (6.900mnEUR) es 1,6x el tamaño total de Indexa.

Evidentemente, no es descartable la entrada de nuevas *fintech* en este servicio, aunque tardarían años en construir sus ventajas competitivas. La estructura competitiva tanto en España como en los países europeos es la existencia de un líder con una elevadísima cuota de mercado seguido de 2 o 3 de una décima parte en tamaño. En términos de resultados, Indexa es de las pocas que está generando beneficios desde hace años.

Además de una intensificación de la competencia, **los riesgos principales** a los que pensamos que Indexa Capital podría tener que enfrentarse son dos: un riesgo externo y un riesgo interno.

- ✓ **El riesgo externo es una caída prolongada de los mercados financieros.** Está caída podría afectar tanto al aumento de activos por valoración como a la captación y aportaciones de los clientes. Indexa siempre ha tenido entradas netas mensuales positivas desde su creación, pero en 2022 con sus rentabilidades negativas provocó unas menores entradas de fondos medias que en el ejercicio 2021. El coste de adquisición de clientes se disparó a 75EUR.
- ✓ **El riesgo interno es el riesgo tecnológico** y las posibilidades de que un fallo afecte a la operativa de los clientes o que un ataque cibernético tuviese éxito. En estos casos la reputación de la entidad se debilitaría, así como su imagen de marca. Lo que se tarda en construir una década se puede perder en un día.

## Indexa Capital Group: las cifras actuales y futuras

Indexa Capital Group obtuvo un beneficio neto de 2,4mnEUR (+210%) en 2025. Con unas hipótesis continuistas en aportaciones recurrentes de los clientes existentes, coste de captación de nuevos clientes y aportación inicial y una asunción de revalorización media de las carteras del 5% anual estimamos Indexa Capital tendrá unos activos bajo gestión en 2030e de 16.388mnEUR (+30% CAGR).

Con un crecimiento anual de los ingresos del +33,4% CAGR frente a un aumento de los costes operativos del +15,1% CAGR, el resultado de explotación alcanzará 27,0mnEUR (+52,5% CAGR) y el beneficio neto 20,8mnEUR (+54,4 %). El ratio de eficiencia mejorará hasta el 30,9% desde el 64,7% de 2025, según nuestros cálculos. La conversión de beneficio a caja generada aumentará paulatinamente desde el 60% en 2025 hasta el 88% en 2030e, situándose la posición de tesorería neta en 53mnEUR en 2030e si no se toman decisiones retribución al accionista o inversiones en consolidación o en nuevos negocios. La ROE 2030e será del 42% lo que es excelente teniendo en cuenta que la posición de tesorería neta acumulada que hemos señalado podría representar el 80% de los recursos propios contables.

**¿Será el éxito en rentabilidad lo que atraiga a nuevos participantes?**

Figure 1. Cuenta de resultados resumida

(EUR thousands)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	CAGR	
								2021-25	2025-30e
# clients (thousands)	96	134	178	230	292	366	454	27.8	27.6
% inc.	38.3	40.1	32.7	29.3	27.0	25.3	24.0		
AuMs (EURmn)	3,033	4,408	5,816	7,627	9,922	12,803	16,388	33.9	30.0
% inc.	51.5	45.3	31.9	31.1	30.1	29.0	28.0		
Total revenue	6,600	9,264	13,349	17,725	23,243	30,311	39,104	36.8	33.4
% inc.	46.0	40.4	44.1	32.8	31.1	30.4	29.0		
Total costs	-5,361	-5,992	-6,866	-7,885	-9,073	-10,462	-12,097	26.1	15.1
% inc.	37.0	11.8	14.6	14.8	15.1	15.3	15.6		
PPP	1,239	3,272	6,484	9,840	14,171	19,848	27,007	85.9	52.5
% inc.	103.7	164.1	98.1	51.8	44.0	40.1	36.1		
Cost income ratio (%)	81.2	64.7	51.4	44.5	39.0	34.5	30.9		
Net profit	765	2,374	4,863	7,577	10,911	15,283	20,795	71.6	54.4
% inc.	87.2	210.3	104.9	55.8	44.0	40.1	36.1		

Fuente: Compañía &amp; GVC Gaesco

## Valoración: ¿cómo valorar el super-crecimiento?

Hemos utilizado el modelo H para valorar Indexa Capital Group, Este modelo aplica para las empresas de super-crecimiento un periodo transitorio (en este caso 10 años) para adaptarse al crecimiento recurrente.

En nuestro modelo hemos hecho estimaciones explícitas hasta 2030e. Utilizando como flujo terminal el que se generará en 2030e se obtiene un valor de 374mnEUR. Descontandolo a diciembre de 2026e a una tasa de descuento del 15%, obtenemos un precio objetivos de 14,7EUR por acción.

Aunque los ratios tradicionales son muy elevados, el PER ajustado por inversión en crecimiento (gastos de marketing) se reduce hasta 26,8x en 2026e (desde 35,0x) y hasta 18,1x en 2027e (22,5x). Teniendo en cuenta los crecimientos esperados el PEG es de 0,5x.

Es de remarcar que el **free cash flow yield es del 2,2% en 2026e y del 3,7% para 2027e**, una potencial rentabilidad por dividendo (la compañía podría repartir la práctica totalidad en dividendos) nada desdeñable para una empresa de super-crecimiento.

## Indexa Capital: Su historia

Indexa Capital Group (inicialmente Bewa7er Market) fue fundada en 2014 y es la sociedad cabecera del grupo formado por Indexa Capital AV (97% de la facturación consolidada), Bewater Asset Management e Indexa Caravel (Francia).

Tras iniciar su actividad en diciembre de 2015, comercializando el servicio de gestión de carteras de fondos indexados en España, en la actualidad su oferta de servicios incluye también la gestión de planes de pensiones, EPSVs (para residentes en el País Vasco), seguros de vida y una cuenta remunerada indexada. Asimismo, ha extendido sus actividades a Bélgica en régimen de Libre Prestación de Servicios sin presencia local y a Francia, a través de Indexa Caravel.

Después de diez años de actividad, Indexa se ha convertido en el mayor gestor independiente de carteras en España, con unos fondos gestionados totales de 4.729mnEUR a 31 de marzo de 2026 (4.411mnEUR a 31 dic. 2025) y un crecimiento anual del +47,0% (+45,3% en 2025). El número total de clientes asciende a 148.621 a 31 de marzo (134.136 a dic. 2025) tras haber crecido un +40,6% a/a (+40,1% en 2025). Su principal ventaja competitiva es, a nuestro juicio, la mayor rentabilidad de sus carteras frente al *benchmark*, basada en una menor comisión de gestión frente a sus competidores y una estricta gestión según la categorización de cada cliente. Unos bajos costes de captación de clientes, de gestión y de ejecución permiten esa menor comisión y, en consecuencia, la mayor rentabilidad de las carteras.

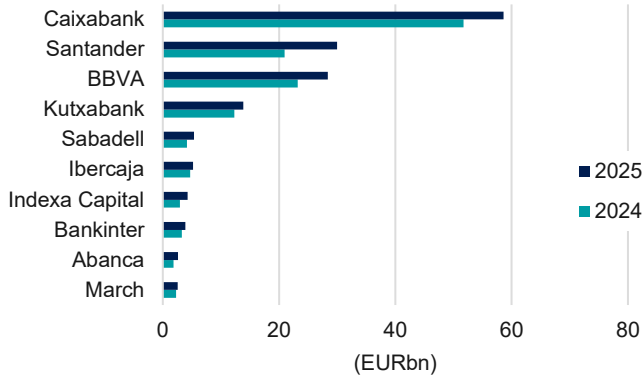
El grupo ha presentado resultados positivos desde 2021 y en 2025 obtuvo un beneficio neto de 2,4EUR (+210%). El ratio de eficiencia es del 64,7% (81,2% en 2024) y su margen de beneficio del 26% (12% en 2024). La ROE es del 53% (27% en 2024). Para 2026, las perspectivas son positivas, incluso en el escenario actual de incertidumbre, con un aumento de las comisiones implícitas en sus activos bajo gestión del 47% a/a hasta 31 marzo.

**Figure 2. Principales hitos de la compañía**

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

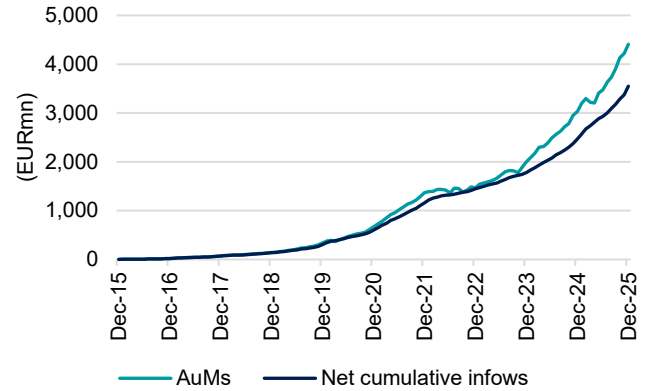
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 3. Ranking en gestión discrecional carteras



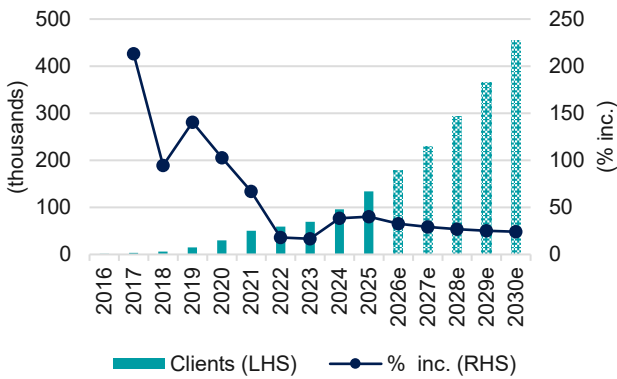
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 4. Aportaciones y fondos gestionados: evolución



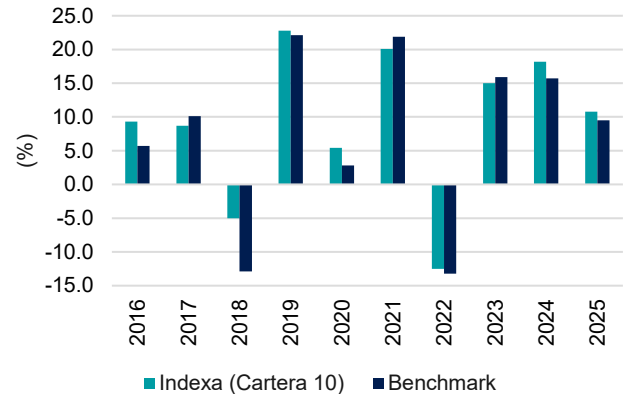
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 5. Clientes: evolución



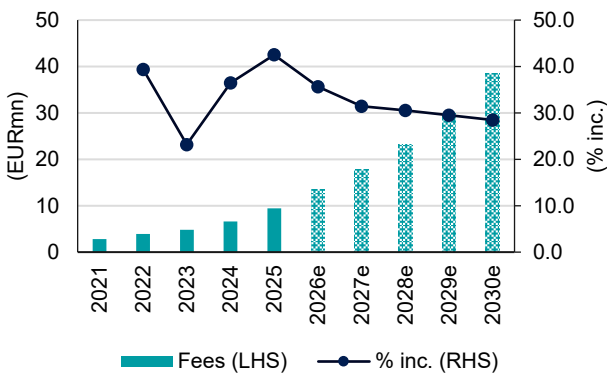
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 6. Rentabilidad de las carteras gestionadas



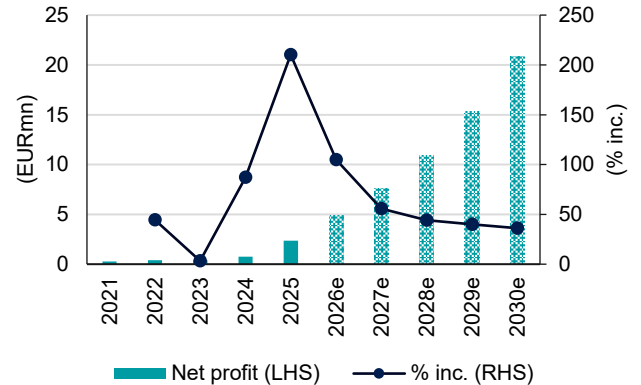
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 7. Evolución de las comisiones



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 8. Evolución del beneficio neto

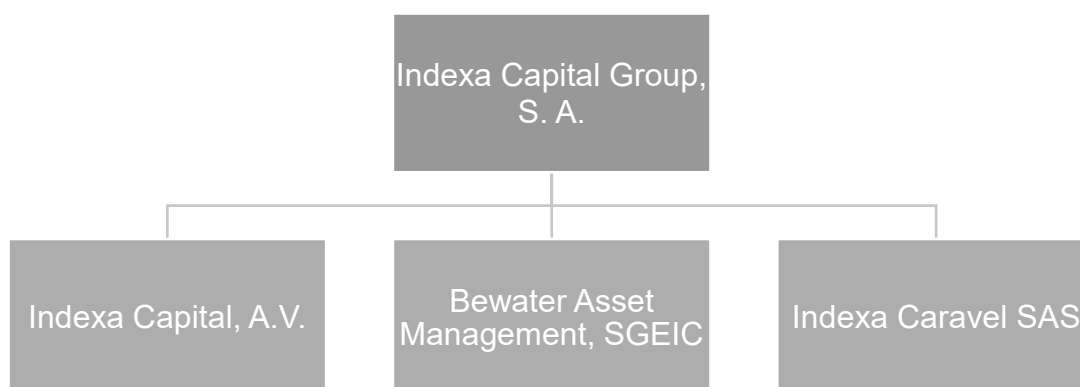


Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## Indexa Capital: El grupo

Indexa Capital Group, S.A. es la compañía holding de un grupo formado en la actualidad por **3 compañías**: Indexa Capital, A.V., Bewater Asset Management, SGEIC e Indexa Caravel, SAS. **Indexa Capital, A.V.** concentra aproximadamente el 99% de los activos bajo gestión y de los ingresos del grupo y su negocio principal es la gestión automatizada de carteras de fondos indexados. **Bewater Asset Management** es una gestora de fondos de inversión colectiva de tipo cerrado con un capital gestionado a 31 de diciembre de 2025 de 20,7mnEUR. **Indexa Caravel SAS** es la filial francesa que ofrece un seguro de vida ahorro y el equivalente francés de un plan de pensiones individual (*Plan Épargne Retraite*-PER).

Figure 9. Indexa Capital Group: Composición



Fuente: Compañía y GVC Gaesco.

### Indexa Capital, A.V.

Indexa Capital A.V. es el gestor automatizado independiente líder en España, con un volumen gestionado o asesorado de 4.729mnEUR (+47% a/a) a 31 de marzo de 2026 y más de 148.621 clientes (+40% a/a).

La estrategia de Indexa es ofrecer un servicio con bajas comisiones para los clientes (0,25% de media) lo que contribuye a una mayor rentabilidad que la que se obtiene con otras entidades financieras. Su ventaja competitiva en costes está basada en la automatización de procesos, operaciones y de la utilización de fondos indexados con baja comisión de gestión. El coste total para el cliente es de un 0,527% (con pequeñas variaciones dependiendo del volumen y el perfil del cliente) frente a 1,55% de media sin incluir el alfa negativo.

La cartera de servicios que Indexa Capital ofrece a sus clientes se ha ido completando paulatinamente y en la actualidad comercializa:

- ✓ Carteras de fondos indexados en España y Bélgica: representan aproximadamente el 85% de los activos bajo gestión. Fue el primer producto lanzado por la compañía.
- ✓ Planes de pensiones individuales indexados: 10% de los activos
- ✓ Planes de EPSV (País Vasco): 2% de los activos

- ✓ Planes de pensiones de empleo para autónomos: 1,3% del total
- ✓ Cuenta remunerada indexada al tipo del BCE menos 50pb: Lanzada a mediados de 2025 representa un 1,1% del patrimonio
- ✓ Fondos de fondos indexados (España)
- ✓ Seguro de vida ahorro (Francia)
- ✓ Fondos de fondos de mercados privados (lanzado en 2026)

Dado que esta filial representa el grueso de activos, ingresos y beneficios, analizaremos en profundidad la situación del mercado de ahorro-inversión en España y las tendencias globales, así como el posicionamiento de Indexa Capital frente a compañías similares y las grandes entidades financieras del país.

## Bewater Asset Management, SGEIC

**Bewater Asset Management es una gestora de fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICCs).** Ofrece a inversores profesionales invertir en compañías no cotizadas rentables, a través de sus fondos monoinversión o diversificados. Constituida en 2018, su capital gestionado asciende a 20,7mnEUR a diciembre de 2025 de 98 inversores profesionales. Estos activos están repartidos entre **17 FICCs, 7 FCRE (fondo de capital riesgo europeo) y 2 FCR (fondo de capital riesgo)**, uno de ellos subgestionado con Renta 4.

Los FICCs de Bewater Funds tienen sus fondos invertidos en participaciones de una o varias empresas no cotizadas de España u otros países de la OCDE. Las pautas de selección e inversión de las empresas son los siguientes:

- ✓ Modelo de negocio expuesto a Internet.
- ✓ Empresas con crecimiento actual elevado
- ✓ Empresas que hayan realizado **ventas** de sus productos o servicios y, específicamente, que éstas sean **superiores a 400.000EUR** en los últimos 12 meses.
- ✓ Empresas con **generación de flujo de caja positivo** o que, al menos, tenga la tesorería suficiente hasta la generación del mismo.
- ✓ Valoración: en general, inferior a 10x ventas.
- ✓ Inversión mínima: 300.000EUR.
- ✓ Porcentaje de participación: entre el 5% y el 49%.
- ✓ Existencia de un **pacto de socios** que proteja los intereses de los inversores minoritarios.
- ✓ Operación normalmente de secundario, adquiriendo las participaciones a socios existentes.

En la actualidad, Bewater Funds cuenta con una cartera de **20 empresas invertibles**, con un crecimiento medio de las ventas en los últimos 12 meses del 33,4%. Estas empresas, todas ellas expuestas a Internet, pertenecen a los sectores de tecnología y software, retail, servicios y entretenimiento, salud y servicios profesionales e innovación y desarrollo.

A nuestro juicio, las principales ventajas competitivas de la compañía son:

- ✓ Segmento de mercado objetivo con muchos vendedores y pocos compradores lo que permite adquirir con valoraciones atractivas y un riesgo relativamente bajo (al estar ya generando flujos positivos).
- ✓ Unos costes competitivos: la comisión de gestión es de entre un 1% y un 1,5% y la comisión de éxito entre el 10% y el 15%, dependiendo del fondo.
- ✓ La seguridad regulatoria al tratarse de fondos registrados en la CNMV.

- ✓ Mejora de la liquidez, reduciendo el descuento.
- ✓ Alineación de intereses con los inversores porque Bewater se compromete a invertir al menos el 50% de la comisión de gestión cobrada a los fondos en el primer año.

Hasta el momento, Bewater Asset Management solamente había comercializado sus productos y servicios a inversores profesionales. Sin embargo, el último fondo comercializado, Indexa Mercados Privados 2026, FCR admite a inversores minoristas con ciertas condiciones.

## Indexa Caravel SAS

Indexa Caravel SAS (antes Indexa Courtier d'Assurance SAS) es la filial francesa de Indexa Capital Group. Fue constituida en 2022, comenzando la comercialización de sus seguros de vida ahorro a principios de 2023. En marzo de 2024 se adquirió la sociedad Fund Your Future, SAS por un importe final de 366.000EUR que operaba bajo la marca Caravel y su principal actividad era la comercialización de un *Plan Épargne Retraite* (PER). Ambas sociedades se fusionaron en octubre de 2024, adaptando el nuevo nombre.

Fund Your Future fue fundada en 2020 por Marie Janoviez, Oliver Rull y Hugo Lancel. Lanzaron su PER en julio de 2021 en colaboración con APICIL (tercer grupo francés de protección social por tamaño, con más de 2,2mn de asegurados). Este producto ha recibido numerosos premios en Francia.

Actualmente, Indexa Caravel ofrece dos servicios: un seguro de vida ahorro y el equivalente francés de un plan de pensiones individual (PER). El volumen total gestionado ascendía a 31 de diciembre de 2025 a 20,2EUR (12,6mnEUR a 31 de diciembre de 2024), con un crecimiento del +59%.

- ✓ **El seguro de vida ahorro se ofrece bajo la marca “Indexa Capital”**, en la página web [www.indexacapital.com/fr/fra/](http://www.indexacapital.com/fr/fra/), con el mismo modelo de inversión que Indexa Capital AV pero adaptado a la regulación y fiscalidad francesas. A 31 de marzo de 2026 ha captado 3mnEUR y 161 clientes, con un crecimiento anual del 116%
- ✓ **El PER se ofrece bajo la marca “Caravel”**, en la página web [www.getcaravel.fr](http://www.getcaravel.fr). Su modelo de inversión es similar al de Indexa Capital, con diversificación global y bajos costes (1,38% de comisión media vs. 3,25% de un grupo financiero tradicional). El PER tiene un enfoque específico en inversiones sostenibles, alineadas con los acuerdos de París, excluyendo combustibles fósiles e invirtiendo exclusivamente en empresas comprometidas con la transición ecológica para limitar el calentamiento global a +2 °C. A 31 de diciembre de 2025 ha captado 20,1mnEUR y 2.660 clientes, con un crecimiento anual del +61% en activos.

## Indexa Capital: El secreto de mi éxito

**Indexa Capital A.V. ha conseguido captar en tan solo 10 años 4.729mnEUR en activos gestionados y más de 148.000 clientes a 31 de marzo de 2026.** Esta sobresaliente evolución está cimentada, a nuestro juicio, en **dos factores**: un factor externo que es la **tendencia a la gestión pasiva o indexada observada** en los mercados y un factor interno, **la excelente ejecución del proyecto por parte del equipo fundador**. Ambos factores seguirán apoyando la evolución de Indexa Capital en los próximos años para conseguir superar el objetivo de 30mnEUR en comisiones anuales recurrentes que el equipo se fijó como objetivo en la presentación de resultados de 2024.

### Un nicho de mercado

El origen de los gestores automatizados (“*roboadvisors*”) está relacionado con la crisis financiera global, la creciente adopción de la gestión pasiva y el avance de las tecnologías digitales aplicadas a los servicios financieros.

Durante la crisis financiera, muchos ahorradores percibieron que los productos bancarios eran costosos, poco transparentes y mal alineados con sus intereses. Adicionalmente, los fondos indexados y la gestión pasiva se iban haciendo cada vez más populares. Se habían sentado las bases para modelos alternativos a la gestión tradicional que se caracterizarían por sus bajas comisiones, su simplicidad y su automatización, con una gestión de carteras apoyada en reglas sistemáticas y algoritmos.

Así, en 2010 Betterment lanzó comercialmente el primer *roboadvisor*. Su propuesta consistía en (a) asignación automática de carteras mediante algoritmos; (b) uso exclusivo de ETF de bajo coste; (c) rebalanceo sistemático; (d) servicio completamente digital y (e) comisiones sensiblemente inferiores a las de los asesores tradicionales. Poco después se lanzó Wealthfront, que introdujo novedades fiscales y la indexación directa.

Estas propuestas comerciales marcaron un punto de inflexión en la gestión de patrimonios ya que demostraron que era posible combinar la gestión pasiva, tecnología escalable, cumplimiento regulatorio y modelo de bajo coste. Este modelo tuvo inicialmente un gran éxito entre los jóvenes y los pequeños inversores por los bajos importes mínimos de inversión, la experiencia 100% digital y el acceso a precios asequibles a los servicios de gestión patrimonial.

En el momento de la fundación de la compañía (2015), la situación en España presentaba similitudes a la descrita en Estados Unidos. Los clientes de los bancos y de las antiguas cajas de ahorros, que gestionaban más de un 95% del ahorro nacional, desconfiaban de estas instituciones tras la mala praxis en la venta de productos financieros como las acciones preferentes. La rentabilidad media de los fondos de inversión había sido del 2,58% en el periodo 2005-2014 y del 1,54% en el periodo 1999-2014. Los gastos sobre patrimonio medio de los fondos nacionales habían sido del 1,21% en 2014, según información de la CNMV, cifra que puede ser considerada elevada teniendo en cuenta que casi el 50% del patrimonio estaba invertido en fondos monetarios, de renta fija euro y garantizados. Los fondos de gestión pasiva representaban un 12% del total, habiendo incrementado sustancialmente su peso desde el 2% en 2009. Su comisión de gestión media era del 0,64% (0,80% incorporando todos los gastos) frente a 0,27% de media en la industria global, según los informes de BCG.

La **oportunidad de mercado** era clara: **ofrecer un servicio o producto de inversión con bajas comisiones que pudiera obtener unas rentabilidades razonables.**

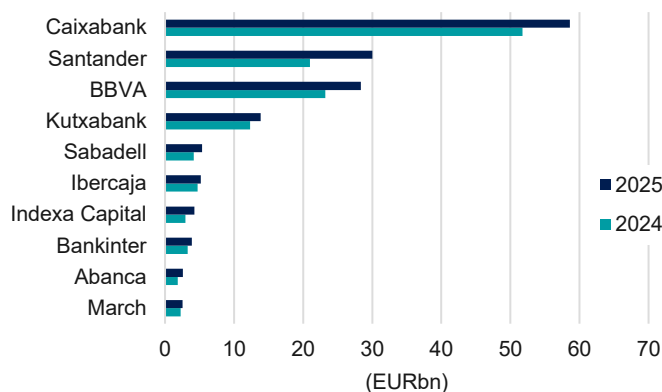
### La excelente ejecución del proyecto

El servicio inicialmente elegido para cubrir esta oportunidad de mercado fue el de **gestión discrecional de carteras de fondos indexados**, servicio que en 2025 supuso el 87% de las comisiones de Indexa Capital AV.

**Todo el proceso es automatizado y basado en tecnología:** desde la asignación del perfil a los clientes hasta el reequilibrado de las carteras para mantener las asignaciones. Esta operativa permite unos costes muy bajos y, por descontado, inferiores a los de la banca tradicional. Además, Indexa ha optado por una comercialización de relativo bajo coste, basada en la inversión en publicidad y en la prescripción de los propios clientes. Todo ello contribuye a unas comisiones de gestión más bajas que la media del sector y, además, a una rentabilidad superior a la media.

Tras 10 años, el éxito de Indexa Capital es innegable. En la actualidad es la primera firma independiente por volumen de activos en carteras de gestión discrecional, después de las grandes entidades financieras. En 2025 fue la compañía que presentó un mayor crecimiento: un +44% frente al +22% de aumento del volumen en este subsector de la gestión de activos.

Figure 10. Ranking de la gestión discrecional en España



Fuente: Inverco y GVC Gaesco

## Y, ¿por qué ha triunfado Indexa?

Como hemos dicho, Indexa Capital es la primera firma independiente por volumen gestionado en carteras discretionales. El comportamiento frente a otros *roboadvisors* independientes es diferencialmente positivo: Finizens tiene unos 550mnEUR en gestión e InbestMe unos 220mnEUR. **¿Dónde está la clave?**

Ni las comisiones (todas ellas en rangos similares), ni la composición de las carteras (todos ellos usan fondos indexados de Vanguard, Blackrock...) explican la evolución de Indexa frente a Finizens o InbestMe. La valoración de las 3 en Trustpilot es la misma: un excelente 4,8.

Creemos que la diferencia debe estar en el equipo gestor, en la forma de diseñar los detalles de los procesos de *on-boarding*, operacionales o de servicio al cliente o en la gestión del gasto en marketing.

En Indexa hemos observado **dos factores diferentes**: en primer lugar, la transparencia e información en su página de Internet donde se detallan diariamente composiciones de las carteras, rentabilidad, volumen de activos gestionado, costes de sus productos, entre otras variables; y, en segundo lugar, la posibilidad de anonimato para realizar el perfil de cliente y conocer la cartera propuesta acorde al nivel de riesgo. La transparencia ayuda a crear confianza en la institución. El anonimato evita arriesgarse a someterse a llamadas o correos no deseados.

De todos modos, en cada país europeo hay un líder indiscutible a distancia del segundo jugador:

- ✓ **Alemania:** Scalable Capital con unos 30.000mnEUR de activos y una cuota estimada en el 21%.
- ✓ **Italia:** MoneyFarm con activos de unos 6.500mnEUR entre Italia y Reino Unido y una cuota estimada en el 90%. Euclidea es el segundo con 400mnEUR.
- ✓ **Reino Unido:** MoneyBox con unos 10.000mnGBP en activos (50% de cuota de mercado) seguida de Nutmeg (desde 2025 JP Morgan Personal Investing) con 8.500mnGBP y MoneyFarm con 4.000mnGBP.
- ✓ **Francia:** Yomoni con activos por 2.100mnEUR y 65% de cuota. El segundo es Nalo con unos 550mnEUR de activos y 15% de cuota (adquirido por Apicil en 2023)
- ✓ **Suecia:** Lysa Group con 4.500mnEUR en activos y una cuota estimada del 50%.

Posteriormente añadiremos información adicional sobre estos grupos.

## Indexa Capital: Posicionada para crecer

Diez años después del lanzamiento de Indexa Capital AV, las tendencias del mercado de ahorro-inversión se mantienen a grandes rasgos y más concretamente:

- ✓ Los depósitos siguen siendo el activo financiero principal de los hogares de la Unión Europea, en general, y de los españoles en particular. En el futuro no se esperan cambios, pero su retribución dependerá del nivel de tipos de interés.
- ✓ La gestión de activos crece a nivel global y también en España, donde los fondos de inversión ya representan el 20% de los activos financieros a 3T25, según datos del BCE. Para el periodo 2024-29e se espera un crecimiento de esta industria a nivel global del +7,5% según el BCG.
- ✓ La demanda de los clientes sigue polarizándose, bien hacia la gestión pasiva de bajo coste, bien hacia la gestión alternativa de alto valor añadido.
- ✓ Las comisiones medias de gestión se han ido deslizando a la baja por lo que el control de costes y las estructuras ligeras son muy relevantes.
- ✓ La tecnología será clave en toda la cadena de valor de la gestión: desde la seguridad y las operaciones hasta en las decisiones de inversión.
- ✓ Los gestores automatizados (*roboadvisors*) han democratizado el acceso a estrategias diversificadas globales a bajo coste y con reducidos importes de inversión. Con Estados Unidos liderando el mercado (80% del total) y la Unión Europea rezagada, se espera que los activos bajo gestión aumenten hasta 2.800mnUSD en 2030e desde 1.970mnEUR en 2025 (CAGR del +7%) con Europa acelerando su crecimiento hasta el +29%.

Dentro de estas tendencias, **Indexa Capital se ha posicionado en el segmento “democrático”, ofreciendo carteras globales indexadas con una comisión media del 0,25% y con una operativa totalmente automatizada y de bajo coste basada en la tecnología. Creemos que es una de las estrategias claramente ganadoras.**

### Los hogares españoles: Un país de ahorradores, no de inversores

***La riqueza de los españoles está sesgada hacia los bienes inmuebles y los depósitos, que suponen aproximadamente, el 81% de la riqueza neta total. La riqueza financiera neta ha crecido a una tasa anual del +5,8% en los últimos 10 años, con un producto, los fondos de inversión aumentando al +7,8%. Con una tasa de ahorro sobre renta bruta disponible estimada en el entorno del 12,5%, pensamos que la riqueza neta financiera de los hogares crecerá entre el +4% y el +6% anualmente.***

La riqueza total de los hogares españoles, incluyendo vivienda, activos financieros netos y el valor de los activos de los negocios, era de 9.270BnEUR, equivalentes a un 550% del PIB aproximadamente y a un 890% de la renta bruta disponible, según datos agregados de riqueza del BCE a 3T25. En los últimos 10 años, su crecimiento anual ha sido del +5,5%. De su estructura destacamos:

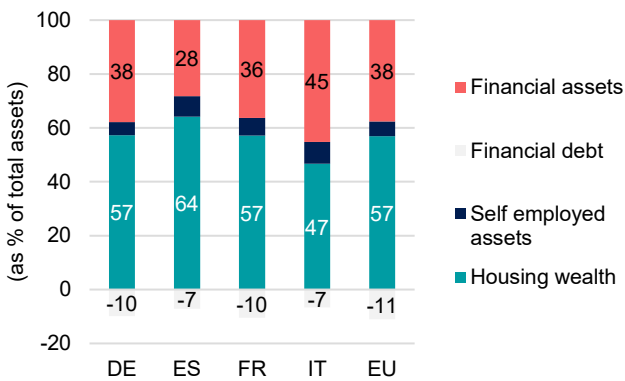
- ✓ Los activos inmobiliarios representaban un 64% del total de los activos brutos, con un incremento de su peso de +4pp desde 2015, con un aumento anual del +5,6% en el periodo 2015-3T25.
- ✓ Los activos financieros brutos ascendían al 28% del total, con una disminución desde 2015 de -3pp, y un aumento anual en el periodo considerado del +3,9%
- ✓ La deuda financiera de los hogares era del 7% del valor de los activos brutos, habiendo descendido desde el 12% de los activos en 2015. En valores absolutos, el descenso ha sido de un -0,5% anual.

Comparando España con los principales países europeos, España destaca por el mayor peso de la riqueza inmobiliaria frente a la financiera y también por el menor endeudamiento

de los hogares, junto con Italia. Este punto es muy relevante por el cambio en los balances de los hogares en una década: España es el país que más ha reducido el peso de la deuda y el único que la ha reducido en valores nominales.

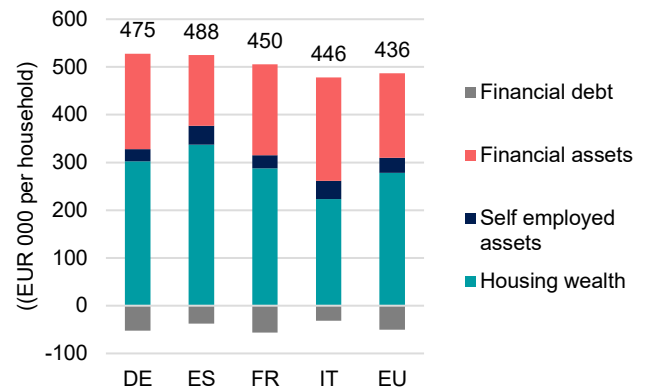
Como se puede observar en el gráfico siguiente, **la riqueza neta por hogar en España es la más elevada de los países seleccionados en nuestra muestra**, debido a la riqueza inmobiliaria y también al valor de los activos no financieros de los negocios (activos de autónomos principalmente). Su crecimiento ha sido del +5,3% anual en los 10 últimos años, pasando de 292.000EUR a 488.000EUR en 3T2025. El mayor crecimiento de la riqueza por hogar lo ha experimentado Alemania, con un +6,1% anual, pasando de 263.000EUR a 475.000EUR, mientras que Italia, que lideraba el ranking de riqueza por hogar en 2015 con 366.000EUR, se sitúa ahora con 446.000EUR por un crecimiento de solamente el +2,0% anual

Figure 11. Distribución de la riqueza (3T25)



Fuente: BCE y GVC Gaesco

Figure 12. Riqueza por hogar (3T25)

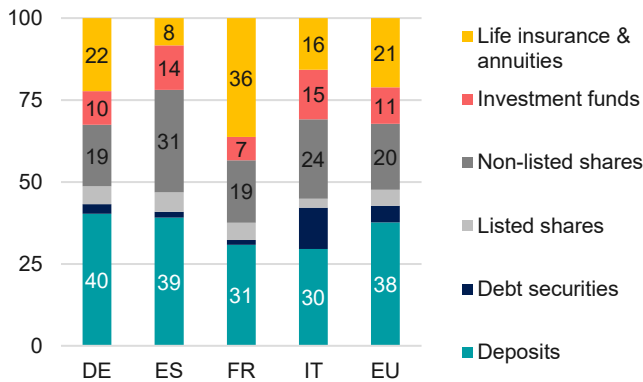


Fuente: BCE y GVC Gaesco

**La distribución de la riqueza financiera es distinta entre los países, principalmente determinada por la fiscalidad de los distintos productos financieros.** Respecto a España podemos destacar tres puntos diferenciales frente a la Unión Europea y los grandes países seleccionados:

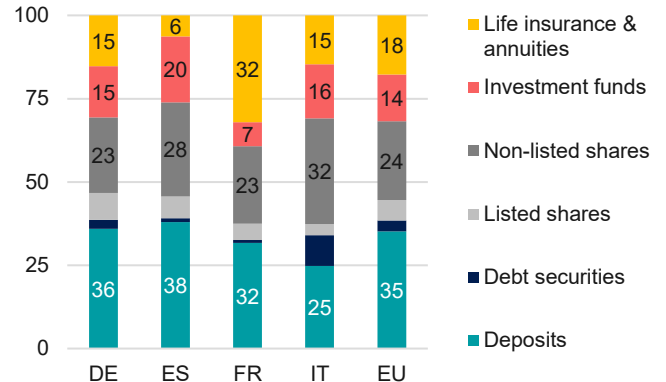
- ✓ Un mayor peso de los depósitos que la media (38% vs 35% a 3T25). El descenso medio ha sido del 3%, siendo Francia el único país que incrementa su participación.
- ✓ Un peso más elevado de los fondos de inversión, que ha incrementado su participación del 14% al 20%, con un crecimiento anual en términos monetarios del +7,8% anual, alcanzando los 558.0000mnEUR. Este mayor peso relativo creemos que es debido a la no tributación por las plusvalías existentes en los fondos hasta que no se realicen, permitiéndose los traspasos entre fondos sin tributar.
- ✓ La práctica irrelevancia de los seguros de vida ahorro y productos similares. Las modificaciones de la ley, cambiando la tributación y limitando las contribuciones deducibles de impuestos, ha reducido su peso en el conjunto de la riqueza al 6% del total, frente al 18% de media europea.

Figure 13. Distribución de la riqueza financiera (4T15)



Fuente: BCE y GVC Gaesco

Figure 14. Distribución de la riqueza financiera (3T25)



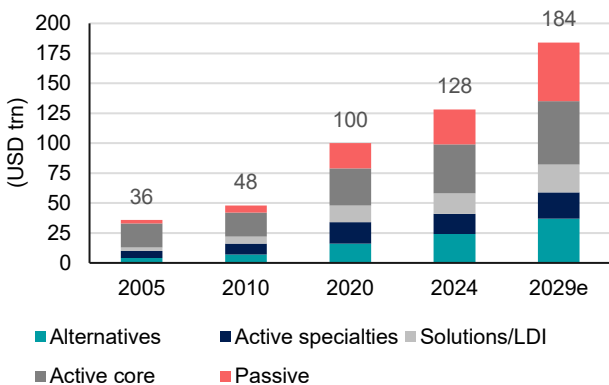
Fuente: BCE y GVC Gaesco

Los productos que comercializa Indexa Capital en la actualidad cubren los principales activos financieros en los que invierten los hogares españoles: en primer lugar, fondos de inversión, que es el producto que más crece en España; en segundo lugar, diferentes modalidades de fondos de pensiones posicionándose en un producto que a medio plazo deberá incrementar su demanda con la concienciación sobre la necesidad futura de complementar la pensión pública; y, en tercer lugar, la cuenta remunerada indexada para atraer fondos de aquellos ahorradores que valoran la liquidez inmediata.

### El mercado de los fondos de inversión: el crecimiento que no cesa

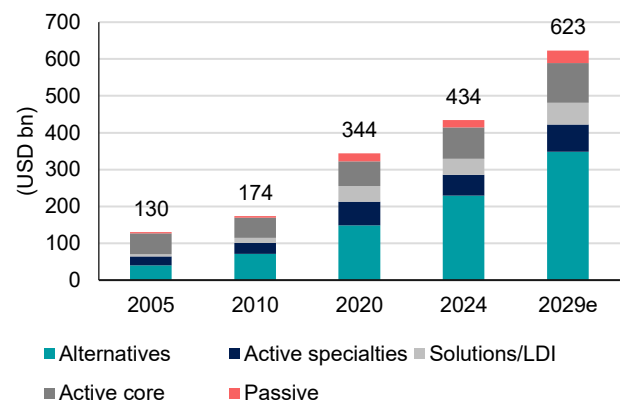
Las perspectivas de la gestión de fondos se mantienen positivas para el próximo quinquenio. Según BCG, los activos bajo gestión globales aumentarán hasta 184trnUS en 2029e frente a 128trnUSD en 2024 lo que implica un crecimiento a anual compuesto de +7,5%, acelerándose ligeramente el crecimiento del periodo 2020-24.

Figure 15. Activos bajo gestión globales: por producto



Fuente: BCG y GVC Gaesco

Figure 16. Comisiones de gestión por producto



Fuente: BCG y GVC Gaesco

Y entre los diferentes tipos de activos, los previsible ganadores son los fondos de gestión pasiva y los fondos de inversión alternativa, para los que se espera crecimientos anuales del +9,0% y del +11,1% entre 2024 y 2029e respectivamente, según BCG.

Esta tendencia se viene observando desde hace más de una década. De hecho, entre 2010 y 2024 los fondos de gestión alternativa han pasado de representar un 10% del total a un 14% (+4pp).

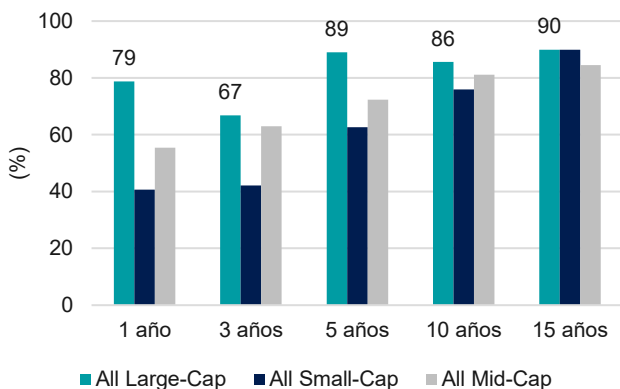
**La evolución de la gestión pasiva ha sido todavía más impresionante, pasando del 13% al 23%.** Los grandes damnificados han sido **los fondos de gestión activa tradicionales**, que han perdido 11pp, hasta el 32%, **que siguen en su mayor parte siendo incapaces de superar en rentabilidad a sus índices de referencia.**

Así atendiendo al informe que realiza anualmente S&P (Spiva) el 79% de los fondos de renta variable americanos que invierten en compañías de elevada capitalización fue incapaz de batir al índice S&P 500 el último ejercicio. Peor es el comportamiento a largo plazo, donde el 90% de los fondos tienen un comportamiento inferior al índice.

Las cifras para la gestión europea son incluso más decepcionantes: a 1 año el 82% de renta variable europea tuvieron una rentabilidad inferior al S&P Europe 350. A 10 años, la cifra se eleva a un 97%.

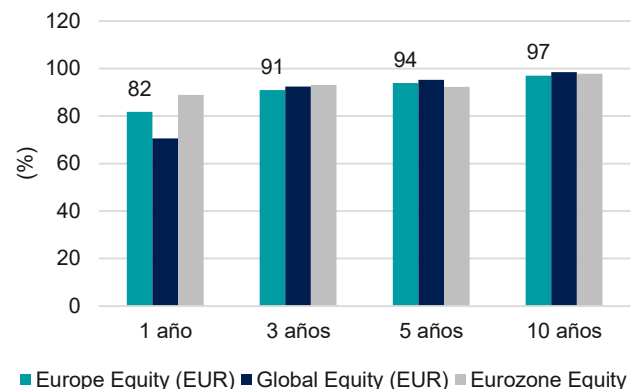
Teniendo en cuenta que solamente los fondos registrados en la CNMV son 3.000 y que la cifra de fondos comercializados en España podría ser de 30,000 al incorporar las gestoras extranjeras, parece que la selección de un fondo que pueda estar en este 10% o 3% con un comportamiento superior es bastante improbable. La gestión indexada parece por tanto una buena alternativa de inversión

**Figure 17. EE.UU.: % fondos con rentabilidad inferior al índice de referencia**



Fuente: S&P Spiva y GVC Gaesco

**Figure 18. Europa: % fondos con rentabilidad inferior al índice de referencia**

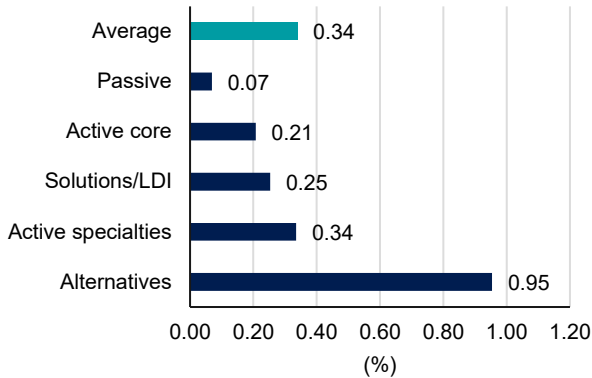


Fuente: S&P Spiva y GVC Gaesco

**Las comisiones globales se estima que crecerán un +7,5% anual en el periodo 2024-29e, manteniéndose la comisión media en un 0,34%.** Por tipo de fondo, se espera que se mantengan las comisiones actuales salvo para la gestión alternativa para la que se espera una reducción marginal de 0,01%.

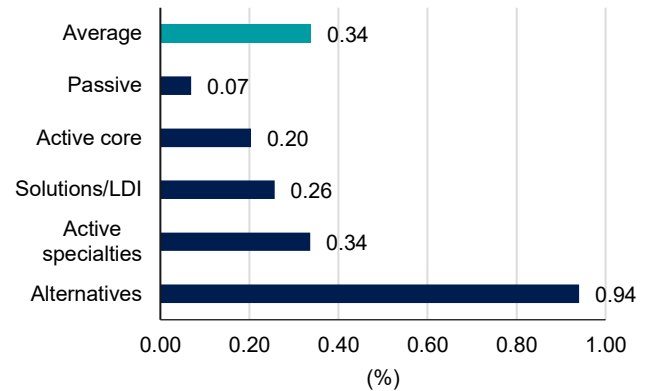
Desde 2010, la comisión media ha descendido 0,02%, desde 0,36% a 0,34%. La evolución de la cifra media global está enmascarada por cambio de estructura y el deslizamiento de las comisiones tanto de la gestión alternativa como de gestión activa tradicional ha sido de -0,07%.

Figure 19. Comisión media por producto (2024)



Fuente: BCG y GVC Gaesco

Figure 20. Comisión media por producto (2029e)



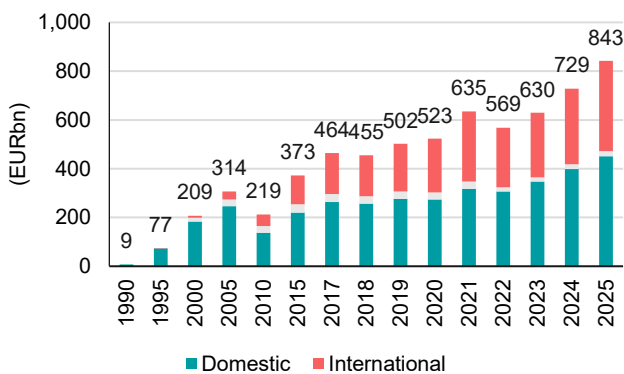
Fuente: BCG y GVC Gaesco

En España, el crecimiento del patrimonio en instituciones de inversión colectiva ha sido más elevado que en el resto del mundo probablemente influenciado por una fiscalidad beneficiosa. Así, en 2025 alcanzaron 843.000mnEUR (+12,9%) según los datos de Inverco, superando el crecimiento a nivel global (+8,0% a 3T25 según IIFA). Por el contrario, los fondos de pensiones siguen en volúmenes relativamente bajos: 138.000mnEUR (+4,7%) y representan un 8,3% del PIB frente al 57,6% de media global.

Las tendencias observadas a nivel global se repiten en el caso español, pero con algunas peculiaridades:

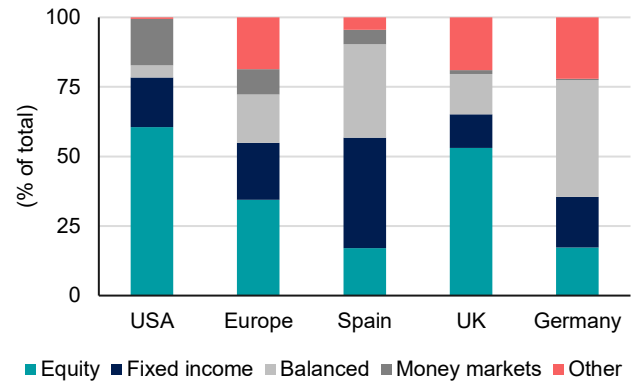
- ✓ Incremento relevante del patrimonio procedente de gestoras internacionales: se situó, según las estimaciones de Inverco en 370.000mnEUR y representa ya un 44% del patrimonio total los fondos totales.
- ✓ Los fondos de renta variable representan solamente un 17,1% del total, un porcentaje muy inferior al de Estados Unidos (60,6%) o la media europea (34,4%). Por el contrario, los fondos de renta fija suponen el 39,7% del total, cifra superior a la de Estados Unidos (17,8%) y Europa (20,5%). Es más, entre los monetarios y los fondos de renta fija a corto plazo se encuentra el 23% del patrimonio global, lo que vuelve a confirmar nuestra afirmación de que España es un país de ahorradores y no de inversores.

Figure 21. Evolución del patrimonio neto de las IIC



Fuente: Inverco y GVC Gaesco

Figure 22. Tipos de fondos (2024)



Fuente: Inverco y GVC Gaesco

- ✓ Las comisiones de los fondos de inversión activa tienen una comisión media del 1,11% según datos de Morningstar, inferior a la media europea (1,17%) y en los últimos 10 años han mostrado estabilidad, frente al descenso de -23pb en los fondos europeos, principalmente por el descenso de las comisiones de los fondos de renta variable (-31pb). A nuestro juicio, la diferencia está relacionada con el mix de fondos porque los de renta variable tienen de media una comisión de 1,32% frente a los de renta fija cuya comisión es del 0,9%.
- ✓ La comisión de los fondos de gestión pasiva es sorprendentemente mucho más elevada que la media: 0,70% frente a 0,26%. Aunque en los últimos diez años ha descendido 41pb se encuentra muy alejada tanto de la media como del resto de países europeos

Figure 23. Comisión media fondos de gestión activa

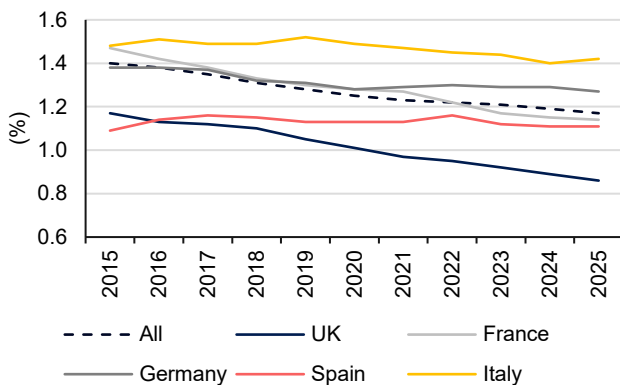
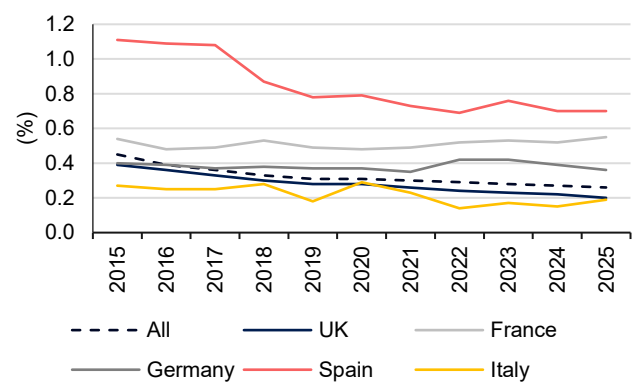


Figure 24. Comisión media fondos de gestión pasiva

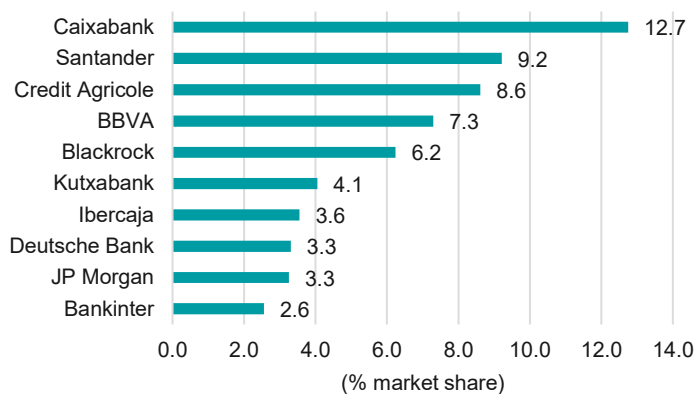


Fuente: Morningstar y GVC Gaesco

Fuente: Morningstar y GVC Gaesco

- ✓ Caixabank lidera la clasificación del patrimonio de los fondos de inversión con una cuota de mercado que calculamos en el 12,7% según datos de Inverco. Le sigue Santander (9,2%) y un grupo internacional, Credit Agricole, cuya filial Amundi gestiona los fondos que comercializa Sabadell. BBVA aparece en cuarto lugar (7,3%) y Blackrock en quinto (6,2%). Hay que mencionar que los grupos extranjeros como Blackrock no suelen comercializar sus fondos directamente al segmento de particulares sino a través de bancos comerciales, o redes de asesores financieros o plataformas digitales de inversión.

Figure 25. Ranking de la gestión de fondos de inversión



Fuente: Inverco y GVC Gaesco

A nuestro juicio, **las dos asignaturas pendientes en España** son, por un lado, la normalización de las **comisiones de los fondos de gestión pasiva** y, por otro lado, el incremento paulatino de las **inversiones en renta variable**. Indexa Capital, con su comisión media de 0,25% y sus carteras gestionadas con un importante peso de renta variable en la cartera mediana, está perfectamente posicionada para beneficiarse en ambos casos. Los grandes bancos tradicionales dudamos que reduzcan sus comisiones por el impacto que esto tendría en sus resultados. Suponemos que esperarán hasta que no sea absolutamente imprescindible y que el binomio volumen-comisión se vea amenazado.

## Los gestores automatizados: la democratización de la gestión de carteras

Los gestores automatizados o *roboadvisors* son plataformas digitales de gestión de inversiones que utiliza algoritmos automatizados para proporcionar servicios de asesoramiento financiero y gestión de carteras con mínima intervención humana. Estas herramientas combinan tecnología financiera avanzada con principios de inversión establecidos para crear, gestionar y optimizar carteras de inversión personalizadas.

Los primeros *roboadvisors* nacieron en Estados Unidos en 2010 como respuesta a las bajas rentabilidades de los fondos de gestión activa, que ya estaba teniendo su respuesta con la gestión pasiva e indexada, y al descontento de los clientes con las instituciones tradicionales por los elevados costes.

Las características más relevantes de estos gestores automatizados son:

- ✓ La automatización completa: Desde la evaluación del perfil de riesgo hasta el rebalanceo de carteras.
- ✓ La accesibilidad a pequeños inversores: La inversión mínima puede ser desde 50EUR a 3.000EUR, según la plataforma.
- ✓ La transparencia: El cliente tiene una información clara sobre las comisiones, los rendimientos y la composición de su cartera.
- ✓ Disponibilidad 24/7: Posibilidad de acceso continuo a través de las plataformas web y/o de las aplicaciones móviles

Los *roboadvisors* operan mediante un proceso estructurado de **tres fases principales**:

- ✓ **Fase 1: Perfilado del inversor:**

Se realiza un cuestionario sobre la situación personal y patrimonial del potencial clientes, así como de sus objetivos financieros. Así se evalúa la tolerancia al riesgo, se analiza la situación económica personal y se determina el horizonte temporal de la inversión. Con toda esta información se asigna un perfil de riesgo dentro de la escala que tenga cada gestor.

- ✓ **Fase 2: Asignación automática de la cartera**

Tras la asignación del perfil de riesgo, se crea la cartera diversificada que también dependerá del importe que se va a invertir. Esta cartera está formada normalmente por fondos indexados o ETFs de bajo coste y tendrá una distribución estratégica entre renta variable, renta fija y liquidez.

- ✓ **Fase 3: La gestión continua**

El *roboadvisor* se encarga de hacer automáticamente el rebalanceo periódico, de la optimización fiscal cuando sea aplicable y monitoriza continuamente la rentabilidad de la cartera.

En la actualidad, se distinguen tres tipos de *roboadvisors*: (a) los *roboadvisors* puros; (b) los *roboadvisors* híbridos y (c) los *roboadvisors* especializados.

Los *roboadvisors* puros operan exclusivamente mediante algoritmos sin intervención humana directa. Tienen unos costes bajos, con comisiones que varían entre el 0,25% y el 0,80% anual, las decisiones de inversión no tienen sesgos emocionales y presentan una gran escalabilidad y eficiencia operativa.

Los *roboadvisors* híbridos combinan automatización algorítmica con acceso a asesores humanos para situaciones complejas. Tienen una mayor flexibilidad para consultas personalizadas y tienen estrategias más adaptativas a cambios de mercado.

Los *roboadvisors* especializados están enfocados en nichos específicos como inversión sostenible (ESG), criptomonedas o sectores particulares.

#### Las principales ventajas de los roboadvisors son:

- ✓ Las bajas comisiones frente a los asesores tradicionales cuyas comisiones suelen ser superiores al 1%. Esto implica un ahorro significativo a largo plazo.
- ✓ La accesibilidad por la baja inversión mínima. Pequeños inversores pueden acceder a carteras indexadas diversificadas globalmente, servicio al que antes solamente accedían los grandes patrimonios
- ✓ La objetividad en la inversión: la disciplina en la inversión elimina los sesgos del comportamiento al evitar las decisiones emocionales.
- ✓ La diversificación global reduce el riesgo
- ✓ La transparencia sobre costes y rentabilidad incrementa la confianza del inversor.

Sin embargo, también presentan limitaciones relevantes:

- ✓ La falta de personalización profunda que dificulta la gestión en situaciones financieras complejas
- ✓ La dependencia de la tecnología que hace vulnerables a las empresas a fallos de los sistemas o ciberataques.
- ✓ Las opciones de inversión suelen ser limitadas ya que están generalmente restringidos a fondos indexados y/o ETFs.

Los gestores automatizados suelen adaptarse de manera excelente a situaciones donde los objetivos de inversión son a largo plazo y están claramente definidos, los patrones de contribución son regulares y predecibles y la toma de decisiones emocionales es una debilidad. En este último caso, la automatización actúa como una restricción conductual evitando la tentación de comprar o vender en momentos de alta volatilidad.

Las principales características de un cliente típico de un gestor automatizado son:

- ✓ Jóvenes-adultos familiarizados con la tecnología. Se estima que un 75% de los usuarios a nivel mundial son Millennials (nacidos aproximadamente entre 1981-1996) o pertenecientes a la Generación Z (1997-2012). La edad media de los clientes ronda los 35-40 años.
- ✓ La mayoría de los clientes son minoristas, con un patrimonio moderado que no entran en el segmento de banca privada sino en el de *mass-affluent*.
- ✓ Tienen un perfil dinámico, con alta disposición a asumir riesgos financieros
- ✓ Son urbanos, con buen nivel educativo e ingresos medios o altos
- ✓ Sus principales motivaciones son la simplicidad, el bajo coste y la accesibilidad 24/7. Además, confían en la tecnología frente a los canales tradicionales.

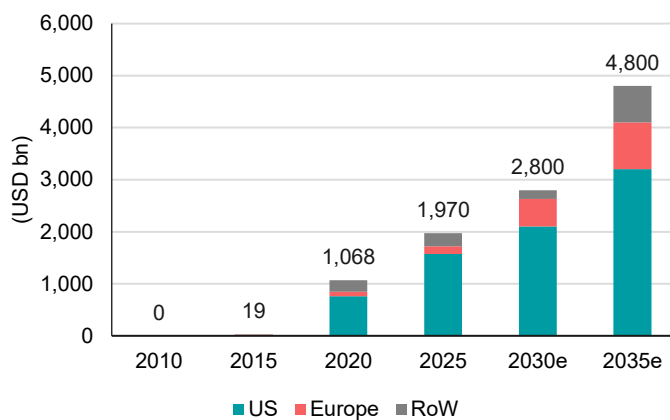
Posteriormente veremos que los clientes de Indexa Capital responden a este perfil.

**Estados Unidos concentra el aproximadamente el 80% de los activos gestionados o administrados por los roboadvisors.** Entre 2010 y 2025, han pasado de ser un nicho experimental a consolidarse como un canal estructural de distribución de gestión pasiva y asesoramiento híbrido. El mercado global se estima tiene un tamaño de unos

1.970.000mnUSD que representa aproximadamente un insignificante 1,5% del total de activos bajo gestión en el mundo. Los gestores automatizados de Estados Unidos gestionan unos 1.570.000mnUSD y han crecido a una tasa del +16% anual en el periodo 2020-2025. En Europa, el desarrollo de este negocio está más retrasado, con unos 150.000mnUSD bajo gestión y un crecimiento en el periodo 2020-25 del +13%.

Las expectativas para la próxima década son positivas y se espera que Europa tienda a converger paulatinamente en penetración con Estados Unidos. Así, se estima un crecimiento anual de los fondos gestionados a nivel mundial del +9% entre 2025 y 2035e, alcanzando 4.800.000mnUSD en 2035e. Estados Unidos ralentizará su crecimiento hasta un 7% anual mientras que Europa lo acelerará hasta un 29%.

**Figure 26. Activos bajo gestión de los gestores automatizados**



Fuente: Mordor, Statista, KPMG y GVC Gaesco

Según FinanceWorld, la penetración de la gestión automatizada se incrementará en todo el mundo. En Estado Unidos podría aumentar desde el 55% en 2025 al 75% en 2030e. En Europa se espera que se incremente del 48% al 70% favorecido por una armonización de la regulación.

Los mayores gestores automatizados del mundo se encuentran evidentemente en Estados Unidos, con Vanguard Digital Advisor a la cabeza. El 60% de los activos está en gestores híbridos, prestándose atención personal con una inversión mínima determinada y pagando una comisión mayor.

En Europa, la estructura de mercado en los países más relevante muestra un gestor automatizado con una elevada cuota de mercado, seguidos de dos o tres a una gran distancia. Las carteras propuestas están compuestas bien por ETFs geográficamente diversificados o por fondos indexados.

A continuación, mostramos un listado por países de los gestores automatizados más relevantes, incluyendo (dependiendo de la disponibilidad) los activos bajo gestión, número de clientes, año de fundación y principales características.

Figure 27. Gestores automatizados por países

	AuM	# clientes	Cuota de mercado	Fundación	Comentarios
<b>Estados Unidos (mnUSD)</b>					
Vanguard Digital Advisor+Personal Advisor	311,000	698,843	~29%	2020	Mayor plataforma del mundo. VDP es un puro <i>roboadvisor</i> con una inversión mínima de 100USD y comisión anual de 0,15. PA es un servicio híbrido con una inversión mínima de 50.000USD, 0,30% de comisión y da acceso a servicio persona.
Empower (Personal Capital)	200,000		~24%	2009	Modelo híbrido premium, con inversión mínima de 100.000USD y comisiones de 0,89%. Plataforma financiera completa.
Schwab Intelligent Portfolios	89,500		~8%	2015	Sin comisión de gestión (0%), inversión mínima de 5.000USD, alta asignación de liquidez. Posibilidad de acceder a la versión premium con acceso a servicio personal por 30USD/mes.
Betterment	65,000	1,200,673	~4%	2008	Primer <i>roboadvisor</i> independiente de EE.UU., sin inversión mínima y comisión de 0,25%. Adquirió Marcus Invest (Goldman Sachs) y Ellevest en 2025.
Wealthfront	48,700	642,888	~4%	2008	Gestiona 45.400mnUSD en cuentas remuneradas. Tecnología avanzada de optimización, con mínimo de 500USD y comisión de 0,25%. Salió a Bolsa en 2025
<b>Alemania (mnEUR)</b>					
Scalable Capital	30,000	1,000,000		2014	Plataforma integrada (broker y <i>roboadvisor</i> ). Comisión de gestión de 0,75%. Presente en Alemania y Austria
Quirion	10,000			2014	Inversión mínima de 1.000EUR y comisión entre 0,48% y 0,88% dependiendo del volumen. Carteras de ETFs globales.
<b>France (mnEUR)</b>					
Yomoni	2,100	~83.000	~47%	2015	Cartera diversificada de productos. Inversión mínima 1.000EUR y comisión de gestión de 0,70%. 10 perfiles de riesgo, con opciones ESG.
Nalo	550	~25.000	~11%	2017	Enfoque altamente personalizado dependiendo de los objetivos del inversor. Inversión mínima de 1.000EUR y comisiones entre 0,85%-1,65% todo incluido. Asesores personalizados disponibles. Participado por Apicil.
Ramify	200	~10.000	~4%	2021	Posicionamiento premium. Inversión mínima 1.000EUR y comisión de gestión de 0,60%.
<b>Italy (mnEUR)</b>					
MoneyFarm Italia	6,500	~165.000	~51%	2011	Activos incluyendo U.k Modelo híbrido ETF + asesor personal. 7 carteras por perfil de riesgo y opciones ESG disponibles. Comisión 0,25%-0,75%.
Euclideia	400	~2.000	~3%	2017	Inversión mínima de 5.000EUR y comisión del 0,60% para el Smart Services y del 1,20% para el Wealth Service.
<b>UK (mnGBP)</b>					
Moneybox	11,700	~1.300.000		2015	Neobanco. Comisiones de gestión entre 0,45% y 0,75%. Inversión mínima 1 GBP.
Nutmeg – JPM	8,500	~265.000		2011	Adquirido por JP Morgan en 2021 y rebautizado en 2025. 4 estilos de inversión. Comisiones 0,25%-0,75%.
Moneyfarm-UK	4,000			2011	Modelo híbrido: carteras.7 perfiles de riesgo. Opciones ESG. Comisión 0,25%-0,75%. Adquirió Profile Pensions (2022) y Willis Owen (2024).
InvestEngine	1,000	~75.000		2021	Única plataforma con 0% de comisión en modo DIY. Sólo se pagan los costes del ETF (~0,10-0,20%). Carteras gestionadas disponibles por 0,25%. Enfoque 100% en ETFs.

	AuM	# clientes	Cuota de mercado	Fundación	Comentarios
<b>Suecia (mnEUR)</b>					
Lysa	4,500			2015	Disponible en Suecia, Dinamarca y Finlandia. Carteras globalmente diversificadas de fondos indexados. Comisiones muy bajas (~0,19%-0,23%). Completamente automatizado con rebalanceo continuo.
<b>España (mnEUR)</b>					
Indexa Capital	4,700	~150.000		2015	Oferta de productos incrementándose. Ofrece carteras diversificadas con fondos indexados. Inversión mínima 2.000EUR. 10 perfiles de riesgo y opciones ESG.
MyInvestor	~2.500			2017	Total de activos estimado en 13.500mnEUR incluyendo cuentas remuneradas y gestión activa. Neobanco. Inversión mínima 150EUR. 5 perfiles. Ofrece cuenta remunerada. Comisión de gestión de 0,15% a 0,45%. Compró Finanbest en 2023.
Finizens	550	~23.500		2017	Inversión mínima de 50EUR con posibilidad de aportaciones periódicas desde 100EUR mensuales.
InbestMe	220	~8.000		2015	Combina gestión activa y pasiva. Inversión mínima de 1.000EUR.

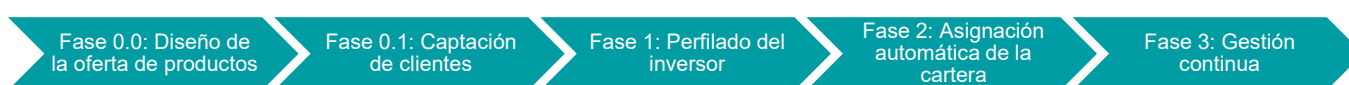
Fuente: GVC Gaesco

## Indexa Capital: El modelo en funcionamiento

**Indexa Capital ha diseñado milimétricamente todo el proceso desde el perfilado del potencial cliente hasta la gestión operacional. Este diseño creemos que es una de las ventajas competitivas de la compañía para haber conseguido posicionarse como la compañía independiente líder del sector.**

Los gestores automatizados funcionan mediante un proceso estructurado en tres fases principales que ya describimos en el apartado anterior. Para explicar el funcionamiento de Indexa Capital hemos añadido dos fases previas: diseño de la oferta del producto y captación de clientes, pasos previos indispensables al propio funcionamiento del gestor.

Figure 28. Proceso de un gestor automatizado



Fuente: GVC Gaesco

### Fase 0.0: Diseño de la oferta de productos

El primer producto que comercializó Indexa Capital fue la gestión automatizada de carteras de fondos indexados. Este producto representa en la actualidad el 85% de los activos gestionados o administrados.

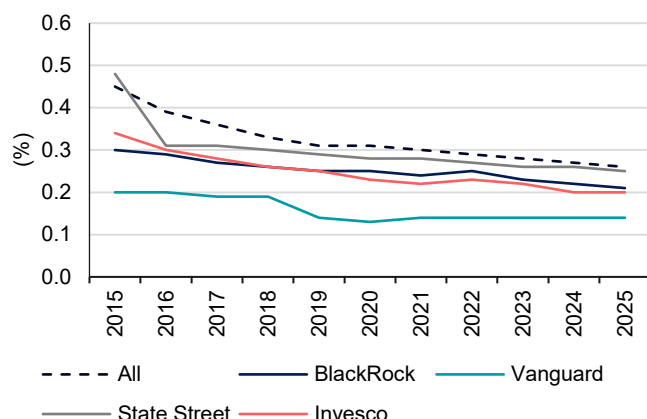
Posteriormente se ofrecieron planes de pensiones individuales indexados administrados por Caser (2016), planes de pensiones para residentes en el País Vasco (2018), seguros de vida en colaboración con Caser y en exclusividad para sus clientes de gestión de carteras (2019), carteras de fondos con sesgo ISR (2022), cuenta remunerada (2025) y acceso al Indexa Mercados Privados 2026, FCR bajo ciertas condiciones (2026).

Las carteras de fondos indexados están concebidas para reflejar la composición del mercado global adaptado al inversor europeo. Se asigna el peso de cada región según su capitalización bursátil, lo que permite capital el crecimiento económico global. El diseño no está realizado por un algoritmo, sino que es función de la dirección de inversiones. Esta dirección, junto con el Comité Asesor Externo, revisan trimestralmente la política general de inversiones.

**Las clases de activo** en que están invertidas las carteras son **dos**: (a) **renta variable**, por la exposición al crecimiento económico que ofrece y (b) **renta fija** que aportan menor rentabilidad, pero también tienen menor riesgo. Estos activos permiten una gran diversificación a la vez que unos costes bajos. Estas dos super-clases de activos se segmentan a su vez por geografías y por tamaño en el caso de las acciones y entre gubernamentales y corporativos para los bonos. En la figura 30 incluimos las clases de activos consideradas por Indexa.

Cada clase de activos está representada por un fondo indexado de bajo coste. Los criterios para elegir un fondo indexado son: (a) la liquidez (tamaño del fondo); (b) los costes totales; y (c) la calidad del seguimiento del índice (*tracking error*). Los fondos seleccionados para las carteras sin sesgo ISR son fondos de Vanguard mientras que el fondo monetario es de Blackrock. De acuerdo con Morningstar, los fondos de gestión pasiva de Vanguard (mayor gestora mundial de fondos de gestión pasiva) son los fondos con menores costes (14pb en 2025).

Figure 29. Fondos de gestión pasiva: evolución de las comisiones



Fuente: Morningstar y GVC Gaesco

Figure 30: Clases de activos

Clases de activo	Beneficios
<b>Sin sesgo ISR</b>	
Acciones Europa	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
Acciones Estados Unidos	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
Acciones economías emergentes	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
Bonos empresas europeas	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación
Bonos economías emergentes cubierto a euro	Rendimiento del capital, exposición a gobiernos emergentes sin riesgo divisa, y diversificación
Bonos gobiernos europeos	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación
Bonos europeos ligados a la inflación	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación, protección frente a la inflación
Bonos gobierno EEUU cubierto a euro	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación
Bonos empresas EEUU cubierto a euro	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación
Acciones Japón	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
Acciones Pacífico sin Japón	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
Acciones globales pequeña capitalización	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación
<b>Con sesgo ISR</b>	
Acciones globales ISR	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación, teniendo en cuenta criterios de Inversión Socialmente Responsables (ISR)
Bonos empresas globales ISR cubierto a euro	Rendimiento del capital, baja volatilidad, diversificación, teniendo en cuenta criterios de Inversión Socialmente Responsables (ISR)
Bonos gobiernos globales cubierto a euro	Rendimiento del capital, baja volatilidad y diversificación
Acciones economías emergentes ISR	Crecimiento a largo plazo, protección frente a la inflación, teniendo en cuenta criterios de Inversión Socialmente Responsables (ISR)

Fuente: Compañía

La asignación de las clases de activos para los distintos perfiles de clientes es definida de forma sencilla. Partiendo del perfil más conservador (0/10), que invierte únicamente en un fondo monetario sin exposición a acciones, hasta el perfil más agresivo (10/10), con un 100% en acciones. Entre ambos extremos, se incrementa el peso en acciones en tramos de 10pp por nivel de perfil inversor.

La composición final de la cartera también depende del tamaño de la inversión:

- ✓ **Inversiones inferiores a de 10.000EUR:** se invierte en dos clases de activo (acciones globales y bonos globales) a través de fondos muy diversificados.
- ✓ **Inversiones entre 10.000EUR y 100.000EUR:** se incorporan hasta 10 clases de activo, con diversificación global y control sobre el peso de cada región. Se aplica un peso

mínimo del 3% y un peso máximo del 45% por clase de activo. El objetivo es evitar concentraciones excesivas en pocos activos y asegurar un nivel adecuado de diversificación en todas las carteras.

- ✓ **Inversiones superiores a 100.000EUR:** incluyen hasta 12 clases de activo. El mayor tamaño de la cartera permite reducir el peso mínimo por clase de activo hasta el 2 %, lo que mejora aún más la diversificación sin perder eficiencia, y se mantiene el máximo del 45% por clase de activo para evitar una concentración excesiva en pocos activos

Como ejemplo, incluimos la composición de la cartera sin sesgo ISR para un tamaño de 10.000 a 100.000 EUR.

**Figure 31. Indexa Capital: Composición actual de las carteras sin sesgo ISR y tamaño de 10.000 a 100.000EUR**

Clase de activo	Nombre	Perfil del cliente										
		#0	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10
<b>Total acciones</b>		<b>0</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>100</b>
Acciones Europa	Vanguard European Stk Idx Eur -Ins Plus	0	4	7	8	11	14	16	19	22	24	27
Acciones Estados Unidos	Vanguard US 500 Stk Idx Eur -Ins Plus	0	6	10	13	18	22	27	31	35	40	44
Acciones economías emergentes	Vanguard Emrg Mk Stk Idx Eur -Ins Plus	0	0	3	3	4	5	6	7	9	10	11
Acciones Japón	Vanguard Japan Stk Idx Eur -Ins Plus	0	0	0	3	3	4	5	6	6	7	8
Acciones globales pequeña capitalización	Vanguard Global Small Cap Idx Eur -Ins Plus	0	0	0	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Total bonos</b>		<b>100</b>	<b>90</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>60</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>0</b>
Monetario	BlackRock ICS Euro Liquidity Premier	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos empresas europeas	Vanguard Euro Inv Gr Bnd Idx Eur -Ins Plus	0	16	14	13	11	9	7	5	4	3	0
Bonos gobiernos europeos	Vanguard Eur Gov Bnd Idx -Ins Plus	0	25	22	19	16	14	11	9	5	4	0
Bonos europeos ligados a la inflación	Vanguard Euroz Inf Lk Bnd Idx Eur -Ins Plus	0	9	8	7	6	5	4	3	3	3	0
Bonos gobierno EEUU cubierto a euro	Vanguard US Gov Bnd Idx Eur Hdg -Ins Plus	0	24	22	19	16	14	11	8	4	0	0
Bonos empresas EEUU cubierto a euro	Vanguard US Inv Gr Bnd Idx Eur Hdg -Ins Plus	0	16	14	12	11	8	7	5	4	0	0

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

La comisión de gestión varía entre un 0,080% para las carteras de más de 100mnEUR hasta un 0,40% para las carteras de menos de 10.000EUR, IVA incluido. La compañía ha ido bajando las comisiones todos los años desde 2020 a medida que va ganando en tamaño. Estima que la siguiente reducción será en 2027.

A la comisión de gestión, los clientes deben añadir la comisión del banco custodio, a elegir entre Cecabank e Inversis cuyas comisiones son idénticas. La comisión de custodia anual incluyendo el IVA varía entre el 0,109 % cuentas de menos de 10.000EUR hasta el 0,048 % para cuentas de más de 1mnEUR, IVA incluido.

Finalmente, los costes de los fondos de inversión (costes implícitos) varían según el tamaño de la cartera, siendo el coste medio de 0,096% anual. Hay que tener en cuenta que, dado el volumen que la compañía tiene con Vanguard en España se ha acordado la devolución parcial de comisiones a los clientes en dos fondos, devoluciones que se ingresan en la cuenta de efectivo en el banco custodio.

Con el diseño de las carteras que hemos expuesto se consiguen **dos objetivos**: en primer lugar, minimizar las comisiones que soporta el cliente y, en segundo lugar, **obtener rentabilidades superiores al índice de referencia** (la compañía utiliza la rentabilidad media de los fondos de inversión de Inverco para sus comparaciones).

Según los cálculos de Indexa Capital, el coste total de una cartera media de Indexa es de 0,527% mientras que el coste de invertir en fondos de inversión españoles de renta variable mixta, incluyendo un alfa negativo de 1,22%, es de 2,75%. Incluimos los cálculos en la figura 32.

**Figure 32: Comparativa de comisiones**

Costes (%/año)	Indexa Capital	Fondos
Comisión de gestión de cartera (IVA incluido)	0.338%	0.000%
Comisión de custodia	0.093%	0.000%
Comisión de gestión de los fondos	0.096%	1.070%
Comisión de administración de los fondos	0.000%	0.090%
Otras comisiones	0.000%	0.370%
Alfa negativo (coste de oportunidad)	0.000%	1.220%
<b>Total</b>	<b>0.527%</b>	<b>2.750%</b>

Fuente: Compañía

**La rentabilidad de las carteras de Indexa es más elevada que el índice de referencia.**

Desde el inicio (considerado el 31 de diciembre de 2015), las carteras de Indexa han superado el índice de referencia (con la salvedad de la cartera 0 que comenzó en junio de 2023 y está invertida en un fondo monetario). Indexa utiliza diferentes índices de Inverco como *benchmark* dependiendo del porcentaje en renta variable (0%: Índice Renta fija corto plazo; 0% y <30% Índice Renta fija mixta internacional; ≥30% y <75% Índice Renta variable mixta internacional; ≥75% Índice Renta variable internacional).

Como se puede observar en la tabla siguiente, el diferencial sobre el *benchmark* varía entre 7pp y 79,5pp considerando la rentabilidad desde la fecha inicial hasta el 28 de febrero de 2026 (fecha del último dato proporcionado por Inverco).

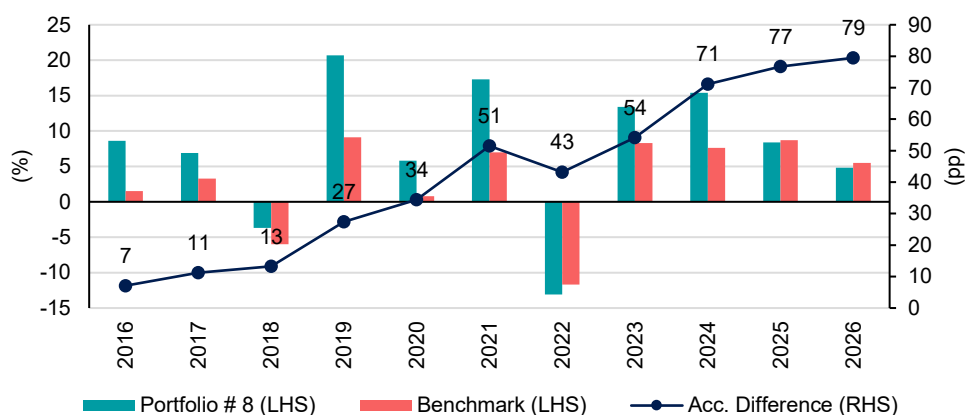
**Figure 33: Rentabilidad de las carteras sin sesgo ISR de tamaño entre 10.000EUR a 100.000EUR**

	#0 <sup>1</sup>	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10
Rentabilidad neta acumulada (%)	7.2	18.3	25.9	40.5	55.6	68.0	81.3	99.9	116.2	131.3	143.7
Rentabilidad neta anual (%)	2.6	1.7	2.3	3.4	4.4	5.2	6.0	7.0	7.9	8.6	9.2
Diferencia acumulada con el <i>benchmark</i> (pp)	-0.8	7.0	14.5	29.2	28.4	40.7	53.9	72.5	79.5	77.3	33.9

1. Desde 30 de junio de 2023

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Además, **esta rentabilidad acumulada** no se ha conseguido en un solo ejercicio, sino que el diferencial se construye paulatinamente cada año. Ponemos como ejemplo la rentabilidad anual de la cartera 8 y la rentabilidad del índice. Como se puede observar en el gráfico siguiente, la diferencia ha sido todos los años favorable a la cartera de Indexa salvo en el ejercicio 2023 (-13,1% vs -11,7%).

**Figure 34: Rentabilidad de la cartera 8**

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

### Fase 0.1: La captación de clientes

Indexa Capital ha captado 148.621 clientes hasta el 31 de marzo de 2026. El coste de adquisición por cliente es relativamente bajo (41EUR por cliente en 2025) y el ratio de abandono del 6,1% en 2025. El 50% de los nuevos clientes vienen recomendados por clientes existentes que se benefician del Plan Amigo, por el que no se pagan comisiones por 15.000EUR durante un año. Las captaciones de clientes han sido positivas todos y cada uno de los meses desde el lanzamiento comercial de Indexa Capital A.V., incluso en los periodos de mercados bajistas.

**La inversión en marketing es la herramienta utilizada para incrementar el número de clientes.** Se intenta crear colaboraciones a largo plazo con medios de comunicación, comparadores online o divulgadores financieros. Así mismo, utiliza rótulos luminosos en localizaciones estratégicas, por ejemplo, en Vía Augusta 82 en Barcelona con un relevante impacto en el reconocimiento de marca por la mera exposición y puede influir en la decisión de compra.

**Indexa Capital invirtió en 2025 1,5mnEUR en marketing**, captando un total de 38.000 clientes (hasta 134.000 a 31 de diciembre de 2025). En tan solo tres meses, la compañía ha captado 14.000 clientes (56.000 anualizados). El “efecto bola de nieve” sigue funcionando a pesar de unos mercados financieros relativamente negativos.

Como se puede observar, tras 6 años de aceleración en la captación de nuevos clientes, los ejercicios 2022 y 2023 supusieron una ralentización creemos que por los débiles mercados financieros de 2022 que afectaron tanto a la renta fija como a la renta variable. En ambos ejercicios se mantuvo una inversión en marketing de aproximadamente 0,9mnEUR y los costes de adquisición de dispararon hasta 95EUR en 2022. Con la mejora de los mercados, la captación de clientes volvió a acelera el ritmo a partir de 2024 con el consecuente descenso en los costes de adquisición hasta 41EUR en 2025. El ritmo medio de captación mensual en 2025 fue de 3.201 clientes/mes con los patrones estacionales típicos (verano negativo, diciembre positivo) y en 2026 ha vuelto a aumentar hasta 4.666 clientes por mes.

Figure 35. Altas mensuales de clientes

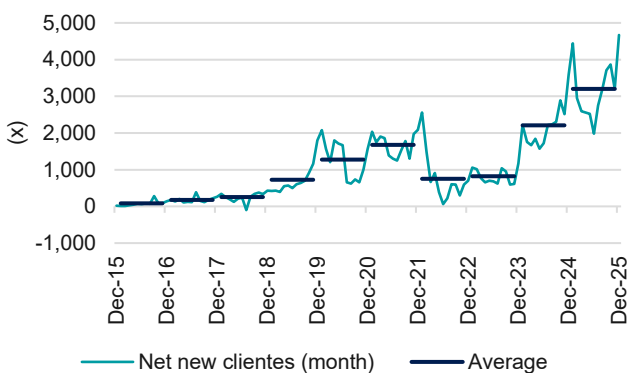
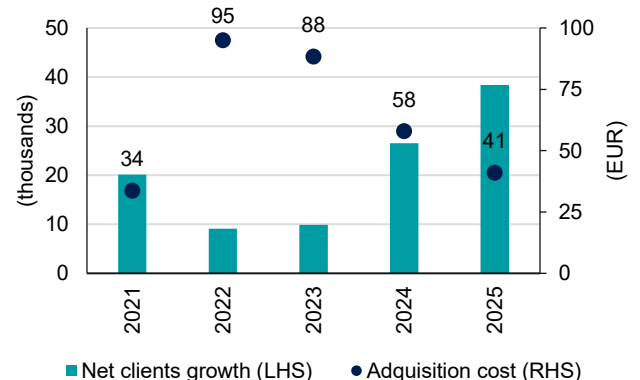


Figure 36. Coste de adquisición



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

### Fase 1: Perfilado del inversor

El perfil inversor de cada cliente se establece en función de unas preguntas que evalúan su capacidad de asumir riesgos y su tolerancia a asumirlos.

- ✓ **Capacidad de asumir riesgos:** se evalúa de forma cuantitativa en función del patrimonio actual, las rentas que se reciben, la estabilidad de estas rentas, los costes necesarios para sufragar los gastos corrientes, así como de la edad y de las necesidades de liquidez en el medio plazo. **Se trata de evaluar la capacidad del cliente de poder**

**sufragar sus gastos una vez llegada la edad de jubilación.** Por ejemplo: un cliente que llegada la edad de jubilación no disponga de un patrimonio capaz de sufragar 20 años de gastos fijos, se considerará que tiene una capacidad de tomar riesgo reducida.

- ✓ **Tolerancia a asumir riesgos:** se evalúa en función de un conjunto de preguntas necesariamente subjetivas en las que se establece la actitud del inversor ante diferentes situaciones, así como su experiencia pasada.

Conocidas la tolerancia a asumir riesgo y la capacidad, se calcula el perfil inversor del cliente como una media ponderada dando siempre más importancia a la característica que menor puntuación ha obtenido. El perfil se cuantifica en una escala de 1 a 10.

El perfilado del inversor se hace online, completando un cuestionario de 15 preguntas que se puede realizar de forma totalmente anónima.

La mayoría de las preguntas son cerradas, teniendo que elegir entre una de las opciones. Las preguntas 6, 7, 8, 11 y 13 son preguntas abiertas (cantidades). Las preguntas incluidas en el cuestionario son las siguientes:

**Pregunta 1:** ¿Qué rentabilidad buscas para tu cartera de inversión?

**Pregunta 2:** El mercado de valores global es a menudo volátil. Imagina que tu cartera de inversiones pierde un 10 % de su valor en un mes, ¿qué harías?

**Pregunta 3:** Si piensas en la palabra "riesgo", ¿cuál de las siguientes palabras te viene a la mente?

**Pregunta 4:** En el pasado, ¿has invertido en acciones o fondos de inversión?

**Pregunta 5:** ¿Es posible perder dinero con una cartera diversificada de fondos indexados?

**Pregunta 6:** ¿Cuántos años tienes?

**Pregunta 7:** ¿Cuál es el importe de tus inversiones en activos líquidos (cuentas corrientes, depósitos, fondos de inversión, acciones, ...)?

**Pregunta 8:** ¿Cuáles son tus ingresos anuales después de impuestos?

**Pregunta 9:** ¿Cómo de estables son tus ingresos actuales y futuros?

**Pregunta 10:** ¿Qué porcentaje de tus ingresos se van en gastos?

**Pregunta 11:** ¿Qué plazo te planteas para tu inversión con Indexa Capital?

**Pregunta 12:** ¿Qué importe inicial tienes pensado invertir con Indexa Capital?

**Pregunta 13:** Opcional: ¿cuánto te gustaría aportar (o retirar) cada mes?

**Pregunta 14:** Elección del banco custodio

**Pregunta 15:** ¿Quieres introducir un sesgo de Inversión Socialmente Responsable (ISR) en tu cartera?

Como se puede observar todas ellas están dirigidas a determinar la capacidad y tolerancia al riesgo. Indexa Capital explica exhaustivamente la forma de cálculo de los perfiles de riesgo.

## Fase 2. Asignación automática de la cartera

Finalizado el cuestionario, el potencial cliente es informado de:

- ✓ El perfil inversor que se le ha asignado (un número del 1 al 10)
- ✓ La cartera asignada, que depende del perfil asignado, el importe a invertir y el **sesgo** ISR.
- ✓ Las expectativas de rentabilidad
- ✓ El histórico de rentabilidad de la cartera asignada

- ✓ Los costes de la inversión, desglosados

A partir de este momento, el siguiente paso es la apertura de la cuenta o pedir el envío del plan por mail.

Hasta el momento, el potencial cliente no ha tenido que identificarse ni nombre, ni correo, ni teléfono.

En estas dos fases, tanto el proceso de perfilación como la información que recibe el potencial cliente difieren de los de otros *roboadvisors*, concretamente.

- ✓ **Identificación:** *Bankinter roboadvisor* tampoco exige identificación. Sin embargo, otros exigen desde el correo electrónico hasta una apertura de cuenta completa.
- ✓ **Los cuestionarios:** Difieren en la longitud y en la forma de las preguntas. El de *Bankinter roboadvisor* es el más corto (no sabemos si para contratar efectivamente el producto habrá que responder un KYC mucho más exhaustivo). El cuestionario de Finizens contiene solamente preguntas cerradas (11 en total) e incorpora una pregunta sobre el nivel educativo.
- ✓ **Perfilado.** Tras la cumplimentación del perfilado, se recibe un número de perfil de inversor, aunque hay que tener en cuenta que las escalas difieren. Curiosamente el perfil que se me ha asignado es el más agresivo tanto en Bankinter como en Finizens y solamente el 6/10 en Indexa mi capacidad a asumir riesgos ha determinado una cartera de un perfil más conservador.
- ✓ **Carteras propuestas:** *Bankinter roboadvisor* propone una cartera y desglosa los fondos y el peso de cada uno de ellos, no te informa sobre los costes y si sobre la rentabilidad pasada. Finizens te permite optar por una estrategia de inversión y proporciona el coste de gestión.

A nuestro juicio, el proceso de Indexa Capital es el más transparente: cuando adquieres el producto tienes información completa de los que estas comprando, incluidos costes.

### Fase 3. La gestión continua

Una vez se ha realizado la inversión, Indexa monitoriza diario la evolución de tu cartera, y se realizan los reajustes oportunos cuando ha cambiado el perfil del inversor o las ponderaciones se han desajustado por la evolución de los propios mercados.

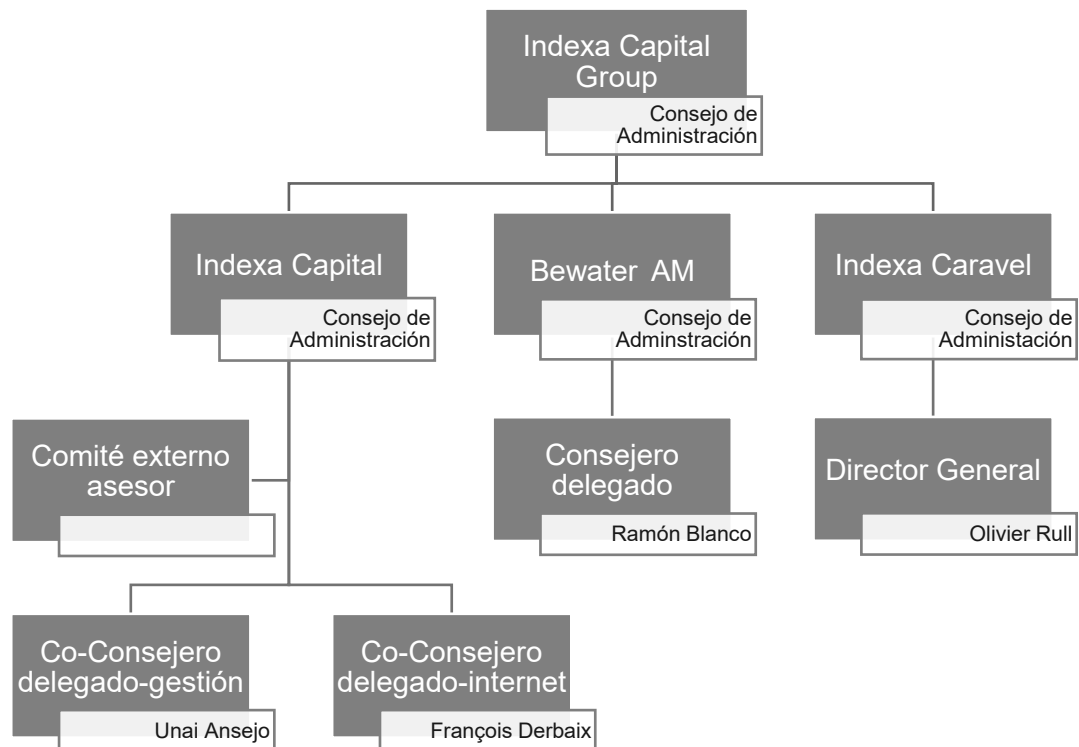
- ✓ **Cambio del perfil del inversor.** Al menos cada dos años, se pide la actualización de las respuestas del test para comprobar si capacidad y tolerancia se han modificado. Si hay cambios, se reequilibra la cartera para para ajustarla al nuevo perfil.
- ✓ **Reajustes automáticos.** Se realiza un reajuste basado en una diferencia entre la ponderación real y la asignada en la cartera de 1,5pp en las carteras de menos de 100.000EUR y de 1,25pp en las carteras de más de 100.000EUR.

Asimismo, el diseño de las carteras está pensado para minimizar los impuestos. Al utilizarse fondos indexados registrados en la CNMV, las personas físicas residentes no pagan impuestos por las plusvalías en los traspasos de fondos.

## Indexa Capital: El equipo gestor

El equipo gestor es la pieza clave del éxito del grupo. Los tres co-fundadores mantienen funciones ejecutivas en las empresas del grupo y, a nuestro juicio, permanecerán a medio plazo en estas funciones. Los miembros del Consejo de Administración de la sociedad cabecera tienen una amplia trayectoria en el negocio financiero. Además, el Comité de Inversión de Indexa Capital cuenta con un Comité Asesor Externo compuesto por personas de reconocido prestigio.

Figure 37. Organigrama resumido



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Resumimos a continuación el perfil de los principales ejecutivos y directivos medios:

### Unai Ansejo, co-consejero delegado y fundador

Unai es cofundador y co -consejero delegado de Indexa Capital. Anteriormente desarrolló su carrera profesional como como inversor institucional en la gestión de planes de pensiones (Itzarri EPSV) y de grandes patrimonios (Consulnor Gestión). Es Licenciado en Ciencias Físicas y Doctor en Economía (cum-laude) por la Universidad del País, CFA Charterholder y Profesor del Máster interuniversitario en Banca y Finanzas Cuantitativas.

### François Derbaix, co-consejero delegado y fundador

François es cofundador y co-consejero delegado de Indexa Capital. Con una larga trayectoria como emprendedor internet, ha sido cofundador de Aplazame (2014-2018), Toprural (2000-2012), Rentalia (2003-2012) y Soysuper (2012-). Fue consejero delegado de Toprural desde 2000 hasta la venta de la empresa en 2012. Ha invertido en más de 45 negocios de internet en España. Es Ingeniero de Gestión por la Universidad Católica de Lovaina (1997), primero

de su promoción suma cum laude, y trabajó como consultor en The Boston Consulting Group en Bruselas y París (1997-1999).

#### **Ramón Blanco, consejero y fundador**

Ramón es co-fundador, Consejero de Indexa Capital, y responsable del Comité de Auditoría y Cuentas. Graduado en Derecho y CC.EE. por ICADE (E3), realizó un MBA por Harvard Business School. Tras trabajar en Unilever y Banco Santander, fundó en 1999 Selftrade.es, broker online cuya matriz salió a bolsa en Francia. Tras la venta a Boursorama Banque, filial de Societe General, fue Deputy CEO de Boursorama en Francia. Ha sido además inversor en numerosas *startups* (idealista, Sindelantal, ...). Es Profesor del Máster en Banca y Finanzas de Garrigues.

#### **Olivier Rull, director general de Indexa Caravel**

Olivier es director de Indexa Caravel en Francia desde septiembre de 2025. Fundó Caravel en mayo de 2020, que fue adquirida por Indexa Capital Group en 2024. Ha trabajado en los sectores tecnológico, financiero y de movilidad, habiendo sido cofundador y consejero delegado de Domos Kit (2015–2019), y director de marketing en Francia de TIER Mobility (2019–2020e). Estudió en NEOMA Business School (2012–2016).

#### **Juan Aguado, director de tecnología (CTO) y back office**

Juan es director de tecnología (desde octubre 2018) y back office (desde febrero de 2024) de Indexa. Ha sido desarrollador back end desde 2017. Tiene experiencia en desarrollo web y apps desde 2015, primero en Opensistemas y luego en Idearium Consultores. Es Ingeniero Informático por la Universidad Politécnica de Madrid (2010-2016) y tiene un EMBA en el IESE Business School (Universidad de Navarra).

#### **Elisa Lana, directora financiera de Indexa Capital, A. V. (CFO)**

Elisa es directora financiera de Indexa Capital AV desde abril 2019. Anteriormente, fue consultora senior en cumplimiento normativo y prevención de blanqueo de capitales para entidades financieras en Deloitte (2016-2019) y trabajó dos años en la banca privada suiza Mirabaud & Cie en control de riesgos financieros y cumplimiento normativo (2013-2015). Es licenciada en Administración de Empresas por la Universidad de Santiago de Compostela (2007-2012) y tiene un máster en Banca y Finanzas por la Escuela de Management de la Universidad Pompeu Fabra (2012-2013).

#### **Carlota Corral, directora de inversiones**

Carlota se incorporó a Indexa en 2021 como desarrolladora *full stack* y gestora dentro del equipo de tecnología. En enero de 2023 fue nombrada directora de inversiones. Anteriormente, fue analista de datos en Bestinver (2015-2021). Es miembro del comité de dirección de Ellevate Network en Madrid. Es Ingeniera Superior Eléctrica por la Universidad Pontificia de Comillas ICADE-ICAI (Madrid, 2009-2014) y tiene la certificación FRM (Financial Risk Manager) de la Global Association of Risk Professionals.

#### **Patrizia Cotza, directora de experiencia de usuario y marketing**

Patrizia es la responsable de experiencia de usuario (*User Experience*) desde 2021 y de marketing desde 2024. Anteriormente, trabajó en marketing digital en Allfunds y en business intelligence en Caixabank, Everis e Indra. Patrizia tiene un grado bilingüe en economía y finanzas por la Universidad Autónoma de Madrid (2011-2015), ha estudiado diseño en el Instituto Tramontana (2021) y está certificada en experiencia de usuario por la Asociación DEC (2016).

### Miriam Vegas, Directora Financiera de Indexa Capital Group

Miriam es licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Salamanca. Ha estudiado un MBA en EAE Business School. Su formación se completa con dos cursos de fiscalidad y contabilidad en el Centro de Estudios Financieros (CEF). Antes de trabajar en Indexa Capital Group, trabajó durante 8 años en el Grupo Auriga, primero como Técnico de contabilidad y posteriormente como Responsable del departamento de contabilidad y administración.

**El Consejo de Administración de Indexa Capital Group** está compuesto por 6 miembros de los cuales 3 son ejecutivos, 2 independientes y 1 dominical.

**Figure 38. Consejo de Administración de Indexa Capital Group**

François Derbaix Presidente	Unai Ansejo Ejecutivo
Ramón Blanco Ejecutivo	Cabiedes & Partners Dominical
Almudena Saínz de la Cuesta Independiente	Soledad Fernández- Rañada Independiente

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**El comité asesor externo está formado actualmente por 4 personas: Pedro Luis Uriarte, Luis Martín Cabiedes, Manuel Conthe e Yves Perrier.**

**Pedro Luis Uriarte** ha sido Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco (1980-1984), consejero delegado de BBVA (1994-2001) e impulsor de Innobasque (Agencia Vasca de la Innovación) creada en julio de 2007 de la que fue primer presidente.

**Luis Martín-Cabiedes** invierte en empresas tecnológicas en su etapa de lanzamiento desde 1998, habiendo realizado más de 120 inversiones en startups de internet como Ole, Privalia, Trovit, BlaBlaCar.

**Manuel Conthe** ha desempeñado relevantes cargos destacando Secretario de Estado de Economía y Presidente de la CNMV. Arbitro internacional español independiente es un experto reconocido en finanzas, mercados energéticos y fusiones y adquisiciones.

**Yves Perrier** es fundador y CEO de Amundi hasta 2023. Es un gran conocedor del negocio de la gestión de activos, así como de los procesos de consolidación internacionales en este sector.

## Indexa Capital: Un crecimiento exponencial

**Indexa Capital tendrá unos activos bajo gestión en 2030e de 16.388mnEUR (+30% CAGR) según nuestros cálculos, cifra que implica unas comisiones anuales recurrentes de 40,9mnEUR. Con un crecimiento anual de los ingresos (+33,4% CAGR) superior al de los costes operativos (+15,1% CAGR), el resultado de explotación alcanzará 27,0mnEUR (+52,5% CAGR) y el beneficio neto 20,8mnEUR (+54,4 %). El ratio de eficiencia mejorará hasta el 30,9% desde el 64,7% de 2025, según nuestros cálculos.**

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

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

Figure 39. Cuenta de resultados consolidada

(EUR thousands)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	CAGR	
											2021-25	2025-30e
# clients (thousands)	50	59	69	96	134	178	230	292	366	454	27.8	27.6
% inc.	-	18.0	16.6	38.3	40.1	32.7	29.3	27.0	25.3	24.0		
AuMs (EURmn)	1,372	1,467	2,002	3,033	4,408	5,816	7,627	9,922	12,803	16,388	33.9	30.0
% inc.	-	6.9	36.5	51.5	45.3	31.9	31.1	30.1	29.0	28.0		
NII	-39	-47	-36	-42	40	55	186	291	535	807		
Fees	2,821	3,932	4,844	6,611	9,421	13,494	17,738	23,152	29,976	38,496	35.2	32.5
% inc.	-	39.4	23.2	36.5	42.5	43.2	31.5	30.5	29.5	28.4		
Total revenue	2,642	3,631	4,522	6,600	9,264	13,349	17,725	23,243	30,311	39,104	36.8	33.4
% inc.	-	37.4	24.5	46.0	40.4	44.1	32.8	31.1	30.4	29.0		
Operating costs	-2,207	-3,082	-3,812	-5,295	-5,930	-6,806	-7,822	-9,007	-10,393	-12,024		
Depreciation	-161	-153	-101	-66	-63	-60	-63	-66	-69	-73		
Total costs	-2,368	-3,236	-3,914	-5,361	-5,992	-6,866	-7,885	-9,073	-10,462	-12,097	26.1	15.1
% inc.	-	36.6	21.0	37.0	11.8	14.6	14.8	15.1	15.3	15.6		
PPP	274	396	608	1,239	3,272	6,484	9,840	14,171	19,848	27,007	85.9	52.5
% inc.	-	44.4	53.8	103.7	164.1	98.1	51.8	44.0	40.1	36.1		
Cost income ratio (%)	89.6	89.1	86.5	81.2	64.7	51.4	44.5	39.0	34.5	30.9		
PBT	274	396	608	1,239	3,272	6,484	9,840	14,171	19,848	27,007	85.9	52.5
% inc.	-	44.4	53.8	103.7	164.1	98.1	51.8	44.0	40.1	36.1		
Corporate taxes	0	0	-200	-474	-899	-1,621	-2,263	-3,259	-4,565	-6,212		
Tax rate (%)			32.8	38.3	27.5	25.0	23.0	23.0	23.0	23.0		
Net profit	274	396	409	765	2,374	4,863	7,577	10,911	15,283	20,795	71.6	54.4
% inc.	-	44.4	3.3	87.2	210.3	104.9	55.8	44.0	40.1	36.1		

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

De su modelo de negocio destaca **la elevada generación de caja**, con un ratio de conversión del beneficio a caja superior al 80% en los próximos ejercicios. Si la caja generada no se reparte a los accionistas, bien en forma de dividendos o en forma de recompra de acciones, y tampoco se utiliza en la inversión en nuevos negocios o en la compra de otros competidores, hemos calculado que **la tesorería acumulada podría ascender a unos 53,5mnEUR desde 2,8mnEUR a finales de 2025.**

Figure 40. Generación de flujos de caja

(EUR thousands)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Net profit</b>		<b>765</b>	<b>2,374</b>	<b>4,863</b>	<b>7,577</b>	<b>10,912</b>	<b>15,283</b>	<b>20,795</b>
+ Depreciation		66	63	60	63	66	69	73
- Capex		-146	-34	-60	-63	-66	-69	-73
- OWC		-513	-1,307	-1,103	-1,273	-1,624	-2,047	-2,556
+/- Adjustments (inc. Investments)		-769	341					
<b>Cash generation</b>		<b>-597</b>	<b>1,436</b>	<b>3,759</b>	<b>6,304</b>	<b>9,288</b>	<b>13,236</b>	<b>18,239</b>
Net cash position	1,318	721	2,157	5,917	12,220	21,508	34,744	52,983
of which deposits (acc.)	1,720	1,667	2,737	8,653	14,957	24,245	37,481	55,720
Cash conversion (%)			60.5	77.3	83.2	85.1	86.6	87.7

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

A continuación, expondremos las principales hipótesis que subyacen en nuestras estimaciones.

### Comisiones: ¡superarán el objetivo de 30mnEUR en 2030e!

Según nuestros cálculos, las comisiones de Indexa Capital Group ascenderán a 38,5mnEUR (+32,5% CAGR 2025-30e) de las cuales un 95% provendrán de Indexa Capital y las restantes de Bewater y Caravel. Las comisiones anuales recurrentes de Indexa Capital se incrementarán hasta 41,0mnEUR (+30,4% CAGR).

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

- ✓ **Inversión en publicidad:** crecimiento del +25% anual alcanzando 4,8mnEUR en 2030e desde 1,6mnEUR en 2025.
- ✓ **Coste de adquisición por cliente:** 45EUR y creciendo al +5% anual.
- ✓ **Bajas anuales de clientes (churn):** 5,6% anual.
- ✓ **Número de clientes:** 454,000 en 2030e (+27,6% CAGR).
- ✓ **Aportación inicial de los nuevos clientes:** 9.400EUR–sin crecimiento
- ✓ **Aportación recurrente neta:** 438EUR al mes (5.256EUR al año)–sin crecimiento.
- ✓ **Revalorización de las carteras:** +5% anual.
- ✓ **Comisión media anual:** 0,25%

**La inversión en publicidad es el mayor coste de la compañía** y representó el 50% de los gastos generales (excluido personal y amortizaciones) en 2025. Aunque el 50% de los clientes vienen de la mano de clientes existentes (que se benefician de un descuento en comisiones por la prescripción), esta inversión sigue siendo muy relevante. **Hemos estimado un crecimiento del +25%, alcanzando 4,8mnEUR en 2030e**, aunque podría haber variaciones al alza o a la baja dependiendo de la evolución del coste de adquisición por clientes y de la coyuntura para acelerar o ralentizar la adquisición.

**El coste de adquisición por cliente ascendió a 41EUR en 2025.** Como se puede observar en el gráfico que mostramos a continuación, 2022 y 2023 fueron ejercicios donde el coste se multiplicó, a nuestro juicio por la pobre evolución de los mercados. La captación neta de nuevos clientes fue de 9.100 y 9.000 en cada año respectivamente, cifra inferior a la de 2021 (20.100). A partir de 2024, el coste de adquisición ha disminuido y la cifra de altas netas aumentado de forma relevante (38.400 nuevos clientes en 2025). **En nuestras estimaciones hemos asumido un coste de adquisición de 45EUR en 2026e y un incremento anual del mismo del +5% llegando a 55EUR en 2030.**

Con ello la captación anual neta alcanzará 88.000 clientes en 2030e desde los ya mencionados 38.400 en 2025. La cifra de clientes totales, incluyendo el ratio de abandono del 5,6%, será de 454.000 en 2030e, experimentando un aumento anual del +27,6%.

Figure 41. Inversión en marketing

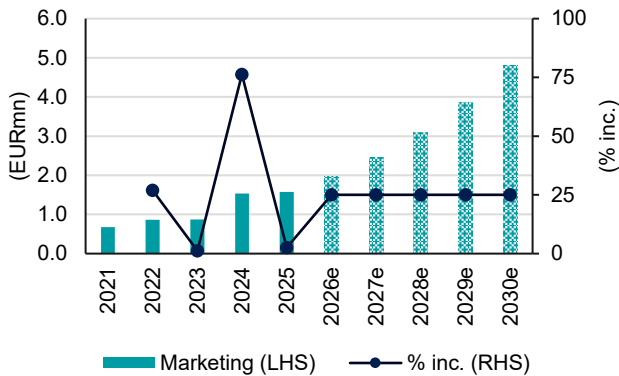
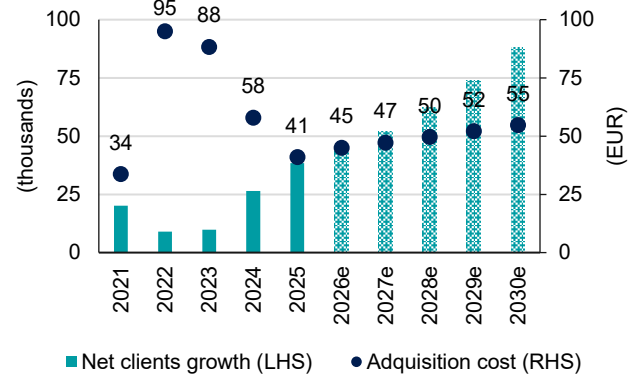


Figure 42. Altas netas de clientes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

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

La aportación inicial de los nuevos clientes ascendió a 9.360EUR en 2025, cifra igual a la de 2024. Esta aportación media inicial ha descendido un -5% desde 2022 (9.836EUR) pero ya se ha estabilizado. Tras la estabilización que hemos observado en el último ejercicio, hemos estimado que esta aportación inicial será de 9.400mnEUR desde 2026e en adelante. El total de aportaciones de nuevos clientes llegará a 1.000mnEUR en 2030e desde 410mnEUR en 2025 según nuestros cálculos. El peso de estas aportaciones iniciales sobre el patrimonio total gestionado descenderá desde el 9% de 2024 y 2025 hasta un 6% aproximadamente en 2030e.

Figure 43. Aportación inicial por cliente

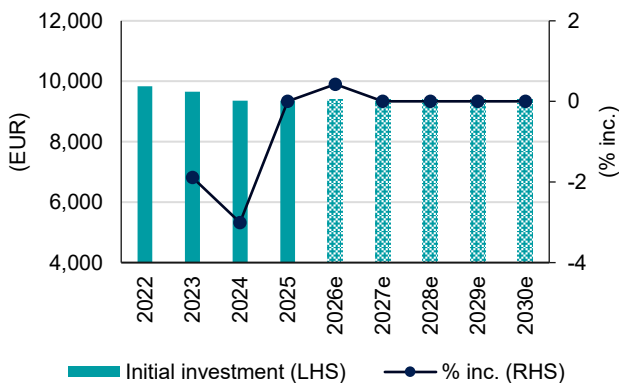
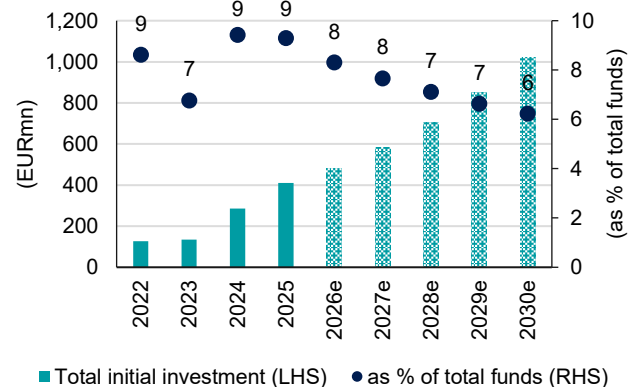


Figure 44. Aportaciones iniciales de los nuevos clientes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Los clientes existentes realizaron una aportación neta media mensual de 426EUR en el periodo 2016–2025, un +2% en comparación con el periodo 2016–2024. En nuestras estimaciones hemos incorporado una aportación mensual de 438EUR al mes, 5.256 EUR al

año, manteniendo esta cifra invariada en todo nuestro periodo de observación. El conjunto de aportaciones netas de los clientes existentes estimamos que ascendió a 668mnEUR, que representan un 62% del total de aportaciones en 2025 y un 15% de los activos totales. **Según nuestros cálculos, estas aportaciones se incrementarán hasta 1.925mnEUR en 2030e,** y representarán el 65% de todas las aportaciones. Hay que tener en cuenta que estas cifras están neteadas de las salidas anuales de fondos que estimamos en un 10% del total.

Figure 45. Aportación neta mensual de clientes existentes

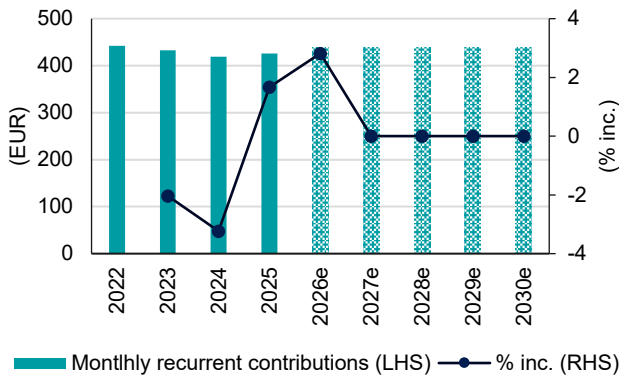
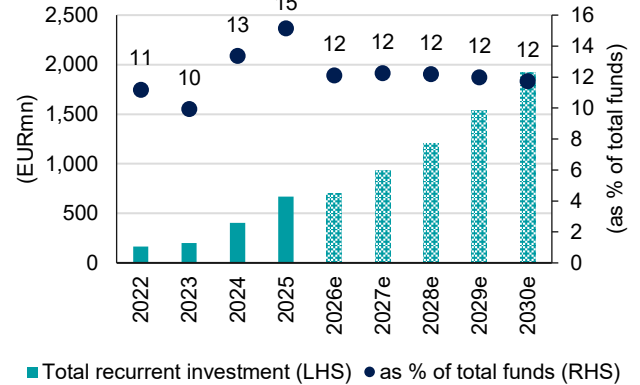


Figure 46. Aportaciones netas total de clientes existentes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**El tercer impacto en los activos bajo gestión es el impacto de los mercados en la valoración de los activos.** En 2025, este impacto fue de 297mnEUR equivalente a un +9,8% de los activos bajo gestión a principios de ejercicio y representó un 22% del crecimiento anual de los activos. El impacto acumulado de los mercados es de 858mnEUR a diciembre de 2025, equivalente a un 24,2% de los fondos totales bajo gestión. En nuestras estimaciones, hemos asumido que el impacto de los mercados será un 5% de media anual. Evidentemente esta hipótesis es la que está sujeta a una mayor variabilidad anual, pero, teniendo en cuenta la estructura entre renta variable y renta fija de los activos bajo gestión creemos que de media es conservadora, aunque no exenta de caídas como la observada en 2022 que estimamos en un 14,2%. Con esta hipótesis, el impacto total en valoración en 2030e será de 2.890mnEUR equivalente al 17,6% de los activos totales, lo que representa un descenso desde la situación actual.

Figure 47. Impacto de los mercados en la valoración

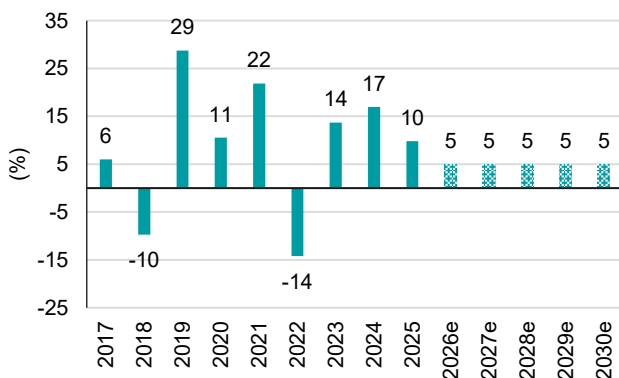
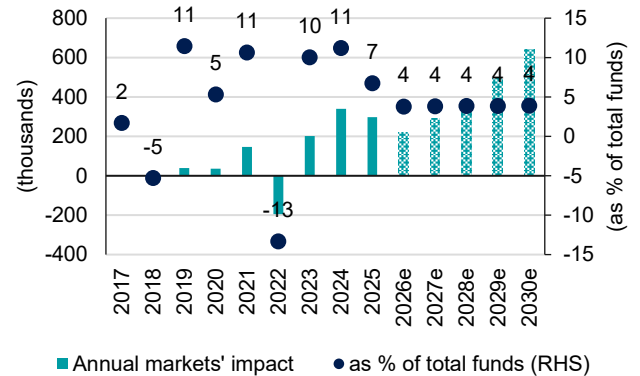


Figure 48. Impacto anual en el crecimiento de los activos



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Agregando los resultados de las tres fuentes de crecimiento de los activos, **estimamos que los activos bajo gestión totales de Indexa A.V. alcanzarán 16.388mn EUR** en 2030e (+27,6% CAGR 2025-30e), de los cuales 13.500mnEUR (82% del total) corresponden a las aportaciones netas y 2.887mnEUR (18% del total) al impacto de los mercados en la valoración de los activos.

Los activos por cliente serán de 36.084EUR desde 32.866EUR en lo que implica un crecimiento anual acumulativo del +1,9% en el periodo 2025-30e.

Figure 49. Evolución de los activos bajo gestión

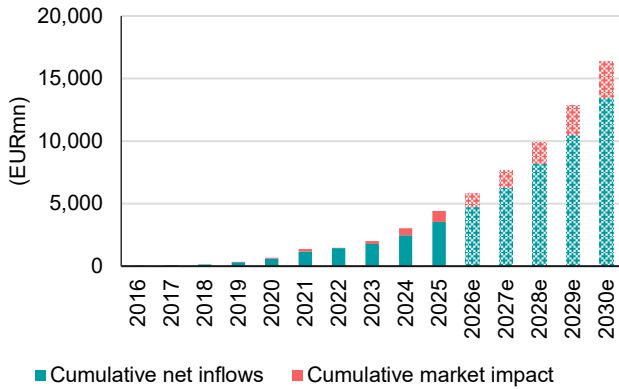
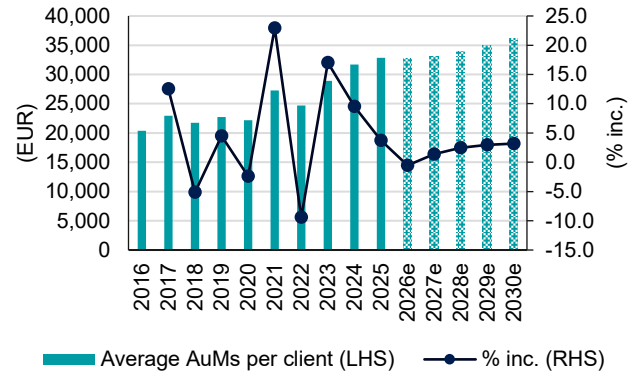


Figure 50. Activos por cliente



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Las comisiones totales de Indexa Capital Group alcanzarán 38,5mnEUR en 2030e, con un CAGR 2025-30e del 32,5%, según nuestros cálculos.** Hemos asumido que la comisión media de Indexa Capital será del **0,25%** en todo el periodo (0,246% en 2025). La comisión recurrente anual, calculada con los fondos a fin del ejercicio 2030e podría ascender a 40,9mnEUR.

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

Figure 51. Evolución de la comisión media

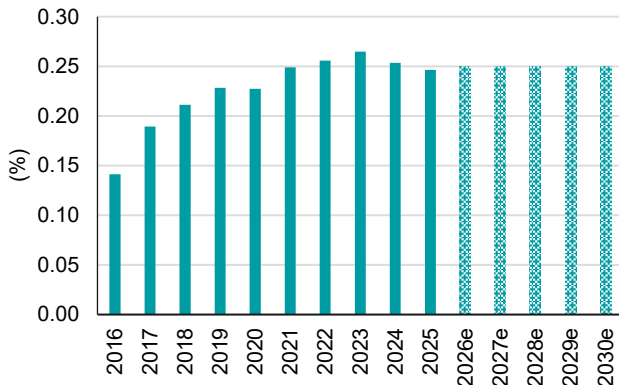
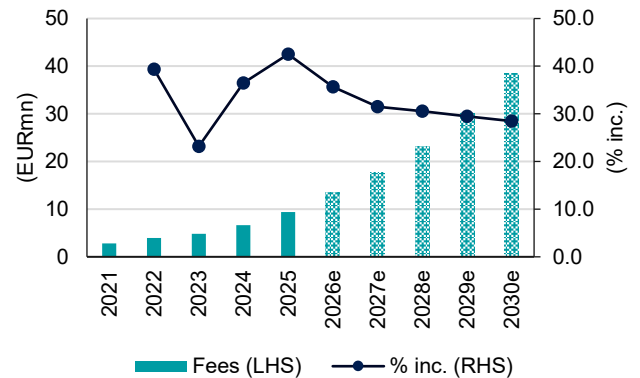


Figure 52. Evolución de las comisiones totales



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

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

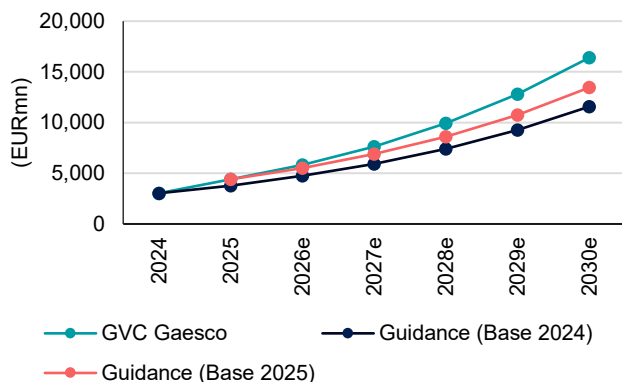
Hemos calculado la cifra de activos bajo gestión con el objetivo anunciado. Asumiendo ese 25% y tomando como base los activos bajo gestión de diciembre de 2024, los activos teóricos a final de 2030e ascenderían a unos 11.600mnEUR en 2030e. Nuestra cifra es un +42% superior.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que en 2025 se sobrepasó el objetivo con un aumento del +45,3%, si tomamos como base los activos de 2025 y asumimos el 25% anual para los siguientes años, en 2030e se llegaría a los 13.500mnEUR. Nuestra cifra solamente sería un 22% superior.

Y si este ejercicio finaliza con el +47% al que están creciendo los activos a 31 de marzo de 2026, en 2030e nuestras estimaciones solamente superarían la cifra implícita un +4%.

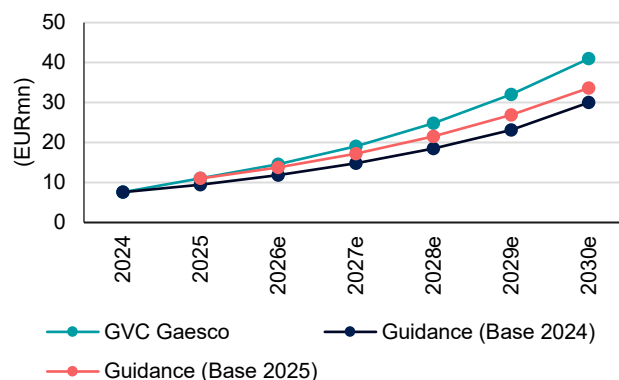
Los ingresos anuales recurrentes de Indexa son de 11,7mnEUR a 31 de marzo 2026. El objetivo de 2026 para llegar a 30mnEUR en 2030e ya se habría cumplido. Salvo debacle económica o financiera, nuestras cifras pueden ser alcanzadas.

**Figure 53. Activos bajo gestión**



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 54. Comisiones anuales recurrentes**



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**El resultado de explotación: ¡+52,5% anual 2025-30e!**

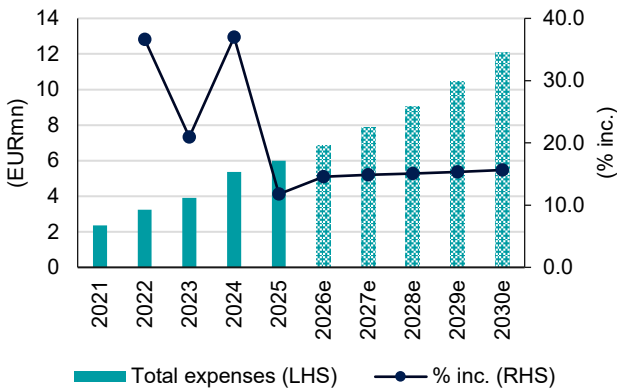
Además del efecto bola de nieve en activos bajo gestión y comisiones, Indexa Capital se beneficiará los próximos ejercicios del elevado apalancamiento operativo que presenta.

Si en el periodo 2021-2025, el resultado de explotación creció a una tasa del +85,9% anual alcanzando 3,3mnEUR, el crecimiento en el periodo 2025-2030e será del +52,5% anual con un aumento de los costes totales del +15,5% anual frente a un incremento de los ingresos del +33,4% anual.

Nuestras hipótesis para los gastos de explotación son:

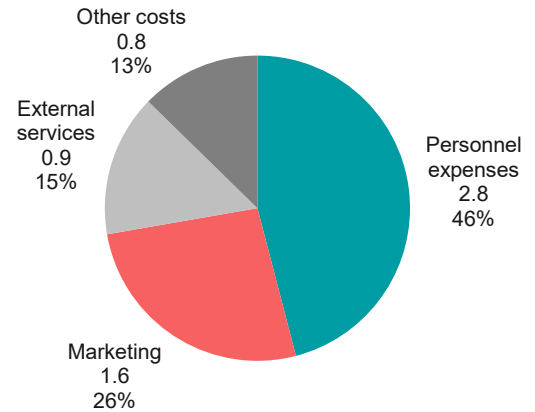
- ✓ **Gastos de personal:** +11% anual desglosado en un aumento del coste medio por empleado del +5% y un aumento de la plantilla de 3 personas por año
- ✓ **Gastos de publicidad:** +25% anual. Posibilidad de modulación
- ✓ **Gastos generales (sin publicidad):** +10% anual
- ✓ **Amortización:** igual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

Figure 55. Evolución de los gastos totales



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

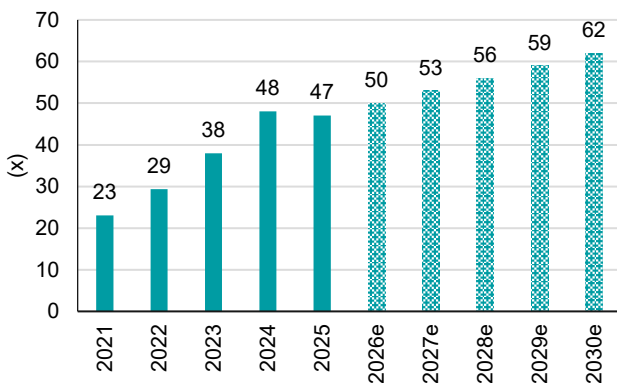
Figure 56. Desglose de los gastos totales (2025)



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

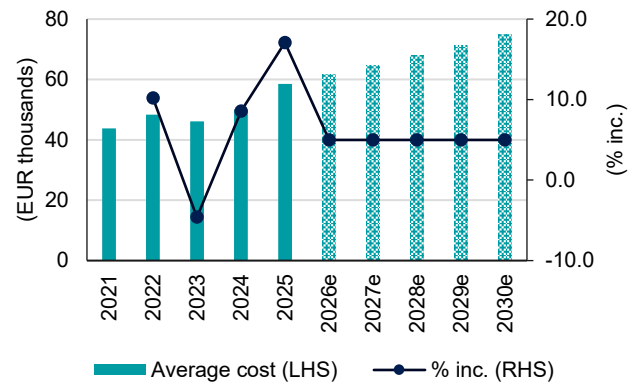
Los gastos de personal alcanzarán 4,6mnEUR en 2030e frente a 2,8mnEUR en 2025, lo que implica un aumento anual del +11,0% en el periodo. Creemos que Indexa Capital continuará reforzando el equipo de programadores para mantener su tecnología a la vanguardia y preservar su ventaja competitiva en costes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

Figure 57. Evolución de la plantilla



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 58. Evolución del coste medio por empleado



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Los gastos generales totales aumentarán a una tasa del 18,4% alcanzando los 7,4mnEUR en 2030e (3,2mnEUR en 2025).

Hemos estimado los gastos de marketing y publicidad (aproximadamente un 50% de los gastos generales en 2025) de forma diferenciada al resto de las partidas porque el crecimiento de activos y clientes depende en parte de ellos y, además, el equipo gestor los puede modular para acelerar más o menos el crecimiento. Como ya hemos comentado anteriormente, su crecimiento será del +25% anual en el periodo 2025-2030, alcanzando 4,8mnEUR en 2030e.

El resto de gastos generales presentará un aumento del +10% anual, hasta 2,6mnEUR desde 1,6mnEUR según nuestros cálculos. Los dos conceptos más relevantes son los

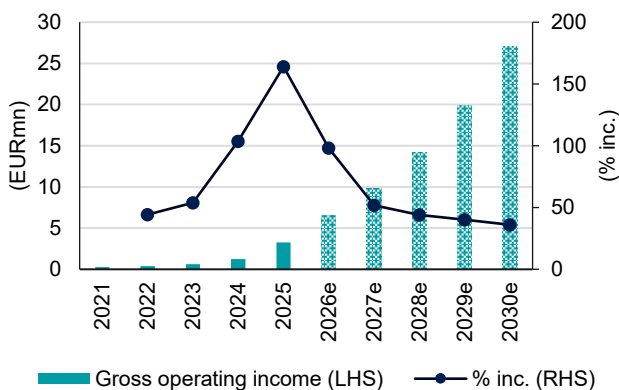
servicios profesionales (28% del total) que incluye las retribuciones de los fundadores y el epígrafe de otros (15% del total) que incorpora los pagos al FOGAIN.

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

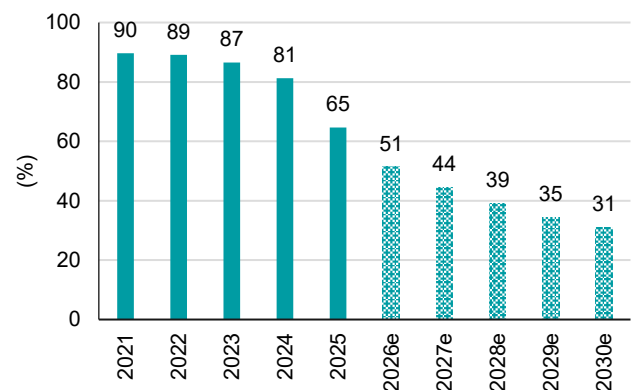
Con todo ello, **el resultado de explotación aumentará hasta 27,0mnEUR en 2030e desde 3,3mnEUR en 2025**, lo que implica un crecimiento del +52,5% anual en el periodo considerado, según nuestras estimaciones.

El efecto “mandíbulas abiertas”, con un crecimiento mayor de los ingresos que de los gastos llevará a una **mejora continuada del ratio de eficiencia**. Este ratio, que entre 2021 y 2025 mejoró 25pp, **podría situarse en el 31% en 2030e desde 65%% en 2025**.

**Figure 59. Evolución del resultado de explotación**



**Figure 60. Evolución del ratio de eficiencia**



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## La alta conversión a caja del beneficio neto

El beneficio neto se situará en 20,7mnEUR en 2030e frente a 2,4mnEUR en 2025, con un crecimiento anual del +54,4% en 2025-2030e, según nuestros cálculos.

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

El margen del beneficio (beneficio neto/ingresos totales) se expandirá del 26% en 2025 al 53% en 2030e. Evidentemente, una cifra tan elevada podría atraer nuevos competidores a este negocio, aunque algunas de las principales ventajas competitivas de Indexa (rentabilidad de las carteras y satisfacción de los clientes) se construyen con el tiempo.

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

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

Figure 61. Evolución del beneficio neto

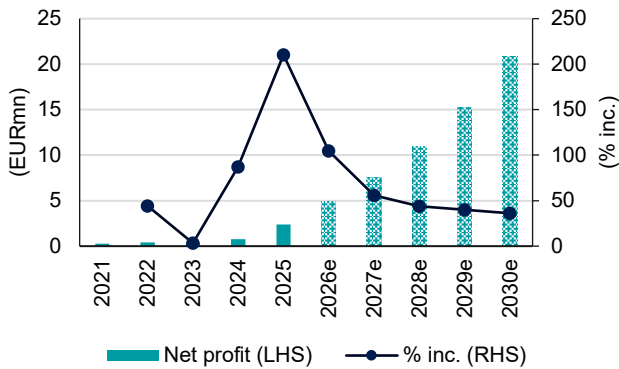
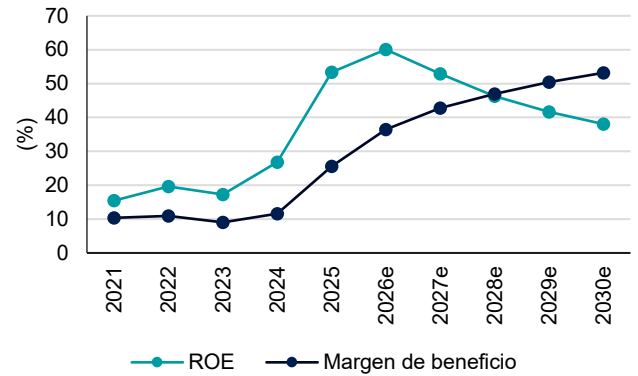


Figure 62. Evolución del margen de beneficio



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

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

Hemos estimado que Indexa tendrá una posición de tesorería de 53mnEUR en 2030e. En nuestro modelo hemos asumido que:

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

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

Figure 63. Evolución de la generación de caja

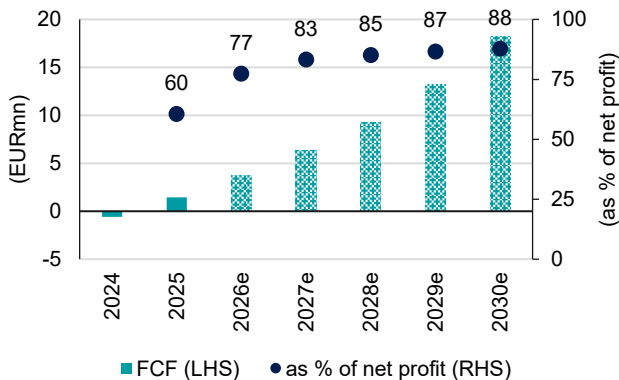
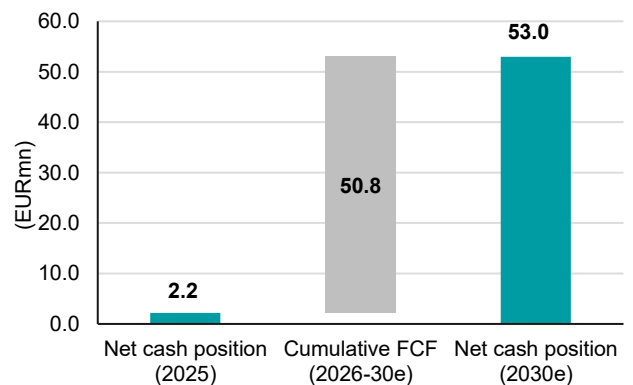


Figure 64. Posición de tesorería neta



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## Valoración ¿Cuánto pagar por un super-crecimiento?

La valoración financiera de Indexa Capital Group es de 213,8mnEUR equivalente a 14,7EUR/por acción derivada de la aplicación del modelo H a la generación de flujos de caja. Utilizando las transacciones comparables, que podría utilizar un industrial para generar sinergias, obtenemos un rango muy abierto: desde un mínimo de 84mnEUR hasta un máximo de 4.165mnEUR, con una media de 970mnEUR equivalente a 63,3EUR por acción. A nuestro juicio, Indexa Capital va a tomar un papel líder en un proceso de consolidación y preferimos la valoración puramente financiera, sin embargo el grupo no está exento de una posible oferta que puede llevar una prima sustancial por su liderazgo en España y por su rentabilidad.

### Descuento de flujos de caja: precio objetivo Dic. 2026e de 14,7EUR por acción

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

El modelo H asume un crecimiento inicial alto que disminuye de forma lineal y gradual hasta llegar al crecimiento estable a largo plazo. Creemos que es una variante más realista de los modelos de dos o tres etapas porque suaviza la transición del crecimiento alto a bajo frente a la caída repentina que asumen los otros modelos.

La valoración está compuesta de dos partes: (a) el valor basado en el crecimiento estable a largo plazo y (b) la prima por el super-crecimiento.

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

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

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

Así, hemos utilizado el flujo de caja libre para el accionista generado en 2030e, 18,2mnEUR.

**Figure 65. Indexa Capital Group: Valoración por descuento de flujos**

(mnEUR)	Scenario		
	Optimistic	Central	Pessimistic
Equity free cash flow (2030e)	18.2		
Super-growth rate ( $g_2$ )	25%		
Perpetual growth rate ( $g_1$ )	5%		
Transition years	10		
<b>Cost of equity (<math>k_e</math>)</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>
Standard value	383.0	191.5	127.7
Growth premium	364.8	182.4	121.6
<b>Total value (2030e)</b>	<b>747.8</b>	<b>373.9</b>	<b>249.3</b>
Target value (Dec. 2026e)	510.8	213.8	120.2
<b>T.P. (EUR)</b>	<b>35.1</b>	<b>14.7</b>	<b>8.3</b>
<i>of which standard value (EUR)</i>	<i>18.0</i>	<i>7.5</i>	<i>4.2</i>
<i>of which growth premium (EUR)</i>	<i>17.1</i>	<i>7.2</i>	<i>4.0</i>

Fuente: GVC Gaesco

En nuestro resumen de valoración hemos incluido tres hipótesis de tasa de descuento. Nuestra hipótesis central es 15% porque le incorporamos una prima por iliquidez y tamaño

de +5pp. El valor actual es de 14,7EUR por acción e invirtiendo al precio del jueves 2 de abril (12,80 EUR por acción obtendríamos una TIR anual de la inversión hasta 2030e del 15,8%.

El crecimiento de los activos y resultados de la compañía y una previsible mayor liquidez de la acción podría provocar un descenso de la tasa de descuento de los recursos propios así 10%. En este caso, la TIR anual hasta 2030e se dispararía al 34%.

Si las condiciones cambian y el mercado la vuelve a percibir como una *start-up*, la tasa de descuento se incrementaría y, asumiendo un 20%, la TIR de la inversión descendería hasta un 6%.

### Multiplicadores comparables: dos comparables ... ¡con diferencias!

La empresa cotizada más comparable con Indexa Capital Group es Wealthfront. Esta empresa americana salió a bolsa el 12 de diciembre de 2025 a 14US\$/por acción y un ratio Precio/Activos bajo gestión de 2,2%. Desde entonces ha caído aproximadamente un 30%. La segunda empresa cotizada que hemos seleccionado es PensionBee, británica. Comercializa planes de pensiones en el Reino Unido y tiene un tamaño más parecido al de Indexa Capital. Cotiza a un ratio P/AuMs de 4,5%.

Figure 66. Multiplicadores comparables

Ticker	Market		P/E ratio(s)				EV/EBITDA (x)			P/Sales (x)			P/AuMs	
	Price	Cap. (mn)	2025	2026e	2027e	2028e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2028e	2025
WLTH-US	9.64	1,447.2	nm	16.9	13.4	15.4	5.2	6.8	5.5	4.0	3.6	3.0	2.6	1.5
PBEE-GB	1.40	333.14	nm	nm	123.4	50.1	387.7	79.1	36.8	7.8	6.2	5.1	4.2	4.5
INDA-ES	12.70	184.5	77.7	38.0	24.4	16.9	55.4	27.5	17.7	19.6	13.7	10.4	8.0	3.9

(mn)	Net profit				EBITDA			Sales			AuM	
	2025	2026e	2027e	2028e	2025	2026e	2027e	2025	2026e	2027e	2028e	2025
WLTH-US	-43.2	79.3	107.3	121.3	171.0	173.2	204.7	365.0	395.8	488.8	545.5	94,100
% inc.	-	-	35.3	13.1	-	1.3	18.1	-	8.4	23.5	11.6	17.0
PBEE-GB	-2.7	-0.9	2.7	7.3	0.8	3.8	7.9	42.6	54.0	65.6	79.9	7,416.0
% inc.	-	-	-	168.7	-	384.7	110.7	-	26.7	21.5	21.8	26.0
INDA-ES	2.4	4.9	7.6	10.9	3.3	6.5	9.7	9.4	13.5	17.7	23.2	4,700
% inc.	-	104.9	55.8	44.0	-	97.1	49.8	-	43.2	31.5	30.5	45.3

Fuente: Factset y GVC Gaesco

Los multiplicadores a los que cotiza Indexa son más elevados que los de Wealthfront aunque pensamos tiene explicaciones:

- ✓ El múltiplo sobre activos bajo gestión es de 3,9% en el caso de Indexa vs. 1,5% en Wealthfront. Creemos que existen varias razones: (a) el crecimiento de Indexa es más alto (+43% en ingresos frente a +18% en 2026e) estando el mercado europeo de gestión automatizada mucho menos penetrado y teniendo, en consecuencia, más potencial; (b) el 75-76% de los ingresos de Wealthfront provienen de gestión de tesorería, no de gestión lo que hace que sus beneficios sean muy sensibles a los tipos de interés; y (c) las cuentas de ahorro tienen una tasa de abandono mucho más elevadas que las cuentas de fondos o los planes de pensiones..
- ✓ Si analizamos el PER, el diferencial de crecimientos tan elevado hace que la prima a la que cotiza Indexa se reduzca a un 10% en 2028e frente a 125% en 2026.
- ✓ Hay que añadir que el tamaño de Wealthfront es 20 veces superior aproximadamente: normalmente el mercado otorga mayores multiplicadores a empresas de tamaño más reducido en sectores en consolidación por la mayor posibilidad de que puedan ser adquiridas con una prima relevante.

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

- ✓ PensionBee no entrará en beneficios hasta 2027e, y para ese año el PER es de 123x.
- ✓ El ratio EV/EBITDA 2027e es de 36,6x más que doblando el de Indexa Capital.
- ✓ Por último, el ratio P/AuM es de 4,5% frente a 3,9% de Indexa

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

Para complementar estos resultados hemos calculado el **PER ajustado y el free cash flow yield**.

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

El FCF yield es la rentabilidad sobre los flujos de caja anuales generados.

**Figure 67. Indexa Capital Group: Multiplicadores adicionales**

(EURmn)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Net profit	23.7	48.6	75.8	109.1	152.8	208.0
+ Marketing expenses net of taxes	1.2	1.5	1.8	2.3	2.9	3.6
Adjusted net profit	24.9	50.1	77.6	111.4	155.7	211.6
P/E ratio (x)	71.7	35.0	22.5	15.6	11.1	8.2
Adjusted P/E ratio (X)	47.9	26.8	18.1	12.9	9.4	7.0
FCF	1.4	3.8	6.3	9.3	13.2	18.2
FCF yield (%)	0.8	2.2	3.7	5.5	7.8	10.7

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

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

EL FCF yield es mucho más atractivo: un 3,7% en 2027e y un 5,5% en 2028e, cifras de compañías de valor en una empresa en crecimiento. Además, es un flujo de caja que podría ser libremente distribuido entre los accionistas.

## Multiplicadores en transacciones

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

Hemos incluido **11 transacciones** de las cuales tenemos información sobre el valor implícito de los recursos propios y alguno de los ratios de valoración (EV/Ventas, EV/EBITDA o P/Activos bajo gestión). Hay que señalar que Indexa es prácticamente el único gestor automatizado que obtiene beneficios, lo que entendemos debería ser muy valorado por los mercados.

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

Hemos utilizado en el cálculo de la valoración nuestras estimaciones de 2026e. Las valoraciones que obtenemos varían entre un mínimo de 5,8EUR por acción y un máximo de 286EUR por acción.

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

- ✓ Solamente utilizando el ratio mínimo de EV/Ventas y EV/EBITDA, los dos relacionados con la salida de Wealthfront a Bolsa, la valoración que obtenemos es inferior al precio de mercado. Ya hemos comentado anteriormente las diferencias entre Wealthfront e Indexa por lo que no sería una referencia relevante.

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

**Figure 68. Multiplicadores de transacciones comparables**

(mn)			Transaction	Implied		EV/Sales	EV/EBITDA	P/AUM
Date	Target Company	Acquirer	Value	Equity	AUM	(x)	(x)	(%)
Feb-26	Stash	Goodwater Cap.	146	1,200	4,300	8.5	22.4	28%
Dec-25	Wealthfront	Public Markets	485	2,000	55,000	6.2	18.1	3%
Jun-25	Scalable Capital	Sofina	266	2,100	20,000	10.2	25.5	11%
Jan-25	Wealthnavi	Mitshubishi Financial Group	657	773	8,685	7.0	122.5	9%
May-22	Moneybox	VC (Series C)	85	550	5,000	11.0		11%
Mar-22	Acorns	TPG	300	1,900	6,200	12.0		31%
Jan-22	Wealthfront	UBS (Terminated)	1,400	1,400	27,000	7.0		5%
Jun-21	Nutmeg	JPMorgan Chase	970	970	4,900	21.0		20%
May-21	Wealthsimple	Meritech	750	5,000	10,000	18.5		50%
Jun-20	Personal Capital	Empower Retirement	1,000	1,000	12,000	80.0		8%
Jan-19	Acorns	Comcast	105	860	1,200	15.4		72%
<b>Average</b>						<b>17.9</b>	<b>47.1</b>	<b>22%</b>
<b>Maximum</b>						<b>80.0</b>	<b>122.5</b>	<b>72%</b>
<b>Minimum</b>						<b>6.2</b>	<b>18.1</b>	<b>3%</b>
<b>Equity Value (mnEUR)</b>								
Average						241	306	1,307
Maximum						1,080	795	4,165
Minimum						84	117	192
<b>Per share (EUR)</b>								
Average						16.6	21.0	89.9
Maximum						74.2	54.6	286.3
Minimum						5.8	8.1	13.2

Fuente: Factset, Compañías y GVC Gaesco

---

## Upcoming Corporate Events Calendar

Date	Event Type	Description	Period
------	------------	-------------	--------

Source: *Precise*

**Indexa Capital: Summary tables**

<b>PROFIT &amp; LOSS (EURm)</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024</b>	<b>12/2025</b>	<b>12/2026e</b>	<b>12/2027e</b>	<b>12/2028e</b>
<b>Net Interest Income</b>	<b>-0.0</b>	<b>-0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
Commissions	4.8	6.6	9.4	13.5	17.7	23.2
Financial Operations Revenues	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Operating Income	<b>-0.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>
<b>Non-Interest Income</b>	<b>4.6</b>	<b>6.6</b>	<b>9.2</b>	<b>13.3</b>	<b>17.5</b>	<b>23.0</b>
<b>Total Revenue</b>	<b>4.5</b>	<b>6.6</b>	<b>9.3</b>	<b>13.3</b>	<b>17.7</b>	<b>23.2</b>
Operating Costs	<b>-3.9</b>	<b>-5.4</b>	<b>-6.0</b>	<b>-6.9</b>	<b>-7.9</b>	<b>-9.1</b>
-of which Personnel Expenses	-1.8	-2.4	-2.8	-3.1	-3.4	-3.8
<b>Pre-Provision Profit (PPP)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>3.3</b>	<b>6.5</b>	<b>9.8</b>	<b>14.2</b>
Other Operating Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Loan Impairment Charge (LIC)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Operating profit (OP)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>3.3</b>	<b>6.5</b>	<b>9.8</b>	<b>14.2</b>
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Income/Loss(Exceptional)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Earnings Before Tax (EBT)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>3.3</b>	<b>6.5</b>	<b>9.8</b>	<b>14.2</b>
Tax	-0.2	-0.5	-0.9	-1.6	-2.3	-3.3
<i>Tax rate</i>	<i>32.8%</i>	<i>38.3%</i>	<i>27.5%</i>	<i>25.0%</i>	<i>23.0%</i>	<i>23.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Profit (Reported)</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>2.4</b>	<b>4.9</b>	<b>7.6</b>	<b>10.9</b>
Earnings Before Tax (Adj.) (1)	0.6	1.2	3.3	6.5	9.8	14.2
Net Profit (Adj.)	0.4	0.8	2.4	4.9	7.6	10.9
<b>BALANCE SHEET (EURm)</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024</b>	<b>12/2025</b>	<b>12/2026e</b>	<b>12/2027e</b>	<b>12/2028e</b>
Due from Banks	2.0	2.0	3.2	7.0	13.3	22.6
Customer Loans	1.1	1.6	2.9	4.0	5.3	6.9
Securities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Interest Earning Assets (IEA)</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>6.1</b>	<b>11.0</b>	<b>18.6</b>	<b>29.5</b>
Unit Linked Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Goodwill	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other Assets	0.6	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>Total Assets</b>	<b>3.7</b>	<b>5.3</b>	<b>8.2</b>	<b>13.1</b>	<b>20.7</b>	<b>31.6</b>
Due to Banks	0.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Customer Deposits	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Bonds & Debt Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Liabilities	0.5	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>Shareholders Equity</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>	<b>5.7</b>	<b>10.5</b>	<b>18.1</b>	<b>29.0</b>
Minorities Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>3.7</b>	<b>5.3</b>	<b>8.2</b>	<b>13.1</b>	<b>20.7</b>	<b>31.6</b>
<b>Tangible Book Value (2)</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>4.9</b>	<b>9.8</b>	<b>17.4</b>	<b>28.3</b>
<b>REGULATORY CAPITAL (EURm)</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024</b>	<b>12/2025</b>	<b>12/2026e</b>	<b>12/2027e</b>	<b>12/2028e</b>
Risk Weighted Assets	0	0	0	0	0	0
<b>CT1 ratio (B3 fully loaded)</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>CT1 ratio (B3 phased-in)</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Total Capital Ratio (B3)</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Leverage Ratio (fully loaded)</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<i>Tangible equity as % of Assets</i>	<i>67.1%</i>	<i>46.8%</i>	<i>59.7%</i>	<i>74.7%</i>	<i>84.0%</i>	<i>89.5%</i>

## Indexa Capital: Summary tables

GROWTH RATES %	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Revenue Growth	24.5%	46.0%	40.4%	44.1%	32.8%	31.1%
Operating Cost Growth	21.0%	37.0%	11.8%	14.6%	14.8%	15.1%
Interest Income Growth	n.m.	n.m.	n.m.	36.5%	238.0%	56.0%
Non Interest Income Growth	23.9%	45.7%	38.9%	44.1%	31.9%	30.9%
<b>Pre-Provision Profit Growth</b>	<b>53.8%</b>	<b>103.7%</b>	<b>164.1%</b>	<b>98.1%</b>	<b>51.8%</b>	<b>44.0%</b>
Customer Loan Growth	5.9%	45.5%	79.8%	37.5%	31.5%	30.5%
Deposits Growth	-20.8%	-32.1%	-29.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Change in NPLs						

KEY RATIOS %	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Interest Income/Avg. IEA	-1.3%	-1.3%	0.8%	0.6%	1.3%	1.2%
Interest Income/Avg. RWA						
Total Revenue/Avg. RWA						
Non-Interest Income/Total Revenue	100.8%	100.6%	99.6%	99.6%	98.9%	98.7%
<b>Cost/Income ratio (4)</b>	<b>86.5%</b>	<b>81.2%</b>	<b>64.7%</b>	<b>51.4%</b>	<b>44.5%</b>	<b>39.0%</b>
LIC/Avg. Customer Loans	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
LIC/Avg.RWA						
Loan Loss Provisions (Balance Sheet)/Loans	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPL Ratio (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPL Coverage	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Loans/Deposits Ratio	194.2%	416.2%	1057.4%	1453.5%	1910.6%	2493.8%
ROE	17.3%	26.8%	53.4%	60.1%	52.9%	46.3%
ROTE (5)	16.6%	30.9%	48.3%	49.7%	43.7%	38.6%
Payout Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

VALUATION (x)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
P/Pre-Provision Profit per Share	238.0	101.6	60.9	28.7	18.9	13.1
P/E (reported)	n.m.	n.m.	n.m.	38.3	24.6	17.1
<b>P/E (adj.)</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>84.0</b>	<b>38.3</b>	<b>24.6</b>	<b>17.1</b>
P/BV	58.3	39.0	35.2	17.7	10.3	6.4
P/TBV	59.0	50.9	40.6	19.1	10.7	6.6

PER SHARE DATA (EUR)(6)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Average diluted number of shares	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Pre-Provision Profit per Share	0.04	0.09	0.22	0.45	0.68	0.97
EPS (reported)	0.03	0.05	0.16	0.33	0.52	0.75
<b>EPS (adj.)</b>	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>	<b>0.16</b>	<b>0.33</b>	<b>0.52</b>	<b>0.75</b>
BVPS	0.17	0.22	0.39	0.72	1.24	1.99
TBVPS (2)	0.17	0.17	0.34	0.67	1.19	1.94
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

PRICE & SHARES & MKT CAP (EURm)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Price** (EUR) (7)	10.0	8.7	13.7	12.8	12.8	12.8
Outstanding number of ordinary shares (m)	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
<b>Total Market Cap (8)</b>	<b>145</b>	<b>126</b>	<b>199</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>
Assets Under Management (bn)	2,002.1	3,033.1	4,408.5	5,816.4	7,626.5	9,922.2

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

### Notes

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

(2) Tangible Book Value = Shareholders Equity less Goodwill

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

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

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

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

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

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

Sector: Financial Services Banks/Fin Svcs Banks

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

## European Coverage of the Members of ESN 1/2

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

13 April 2026

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

## European Coverage of the Members of ESN 2/2

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

13 April 2026

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

## List of ESN Analysts (\*\*)

Andrea Belloli	BAK	+39 02 4344 4037	andrea.belloli@bancaakros.it
Gianmarco Bonacina	BAK	+39 02 4344 4065	gianmarco.bonacina@bancaakros.it
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 53 48 80 84	arnaud.cadart@cic.fr
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Vincenzo Antonio Di Buono	BAK	+39 02 4344 4032	vincenzoantonio.dibuono@bancaakros.it
Hervé Drouet	CIC	+33 1 53 48 23 45	herve.drouet@cic.fr
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+351 21 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Rita Machado Belo	CBI	+351 21 389 6828	rita.machado.belo@caixabi.pt
Tommaso Marabini	BAK	+39 02 4344 4033	tommaso.marabini@bancaakros.it
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvcgaesco.es
Carmen Novel	BAK	+39 02 4344 4595	carmen.novel@bancaakros.it
Luis Padrón	GVC	+34 91 436 7816	luis.padron@gvcgaesco.es
Arnaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	arnaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Irene Rossetto	BAK	+39 02 4344 4239	irene.rossetto@bancaakros.it
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Francesco Taddei	BAK	+39 02 4344 4035	francesco.taddei@bancaakros.it
Andrea Todeschini	BAK	+39 02 4344 4266	andrea.todeschini@bancaakros.it
Gabriele Venturi	BAK	+39 02 4344 4289	gabriele.venturi@bancaakros.it
Davide Zappa	BAK	+39 02 4344 4280	davide.zappa@bancaakros.it

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

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

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

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

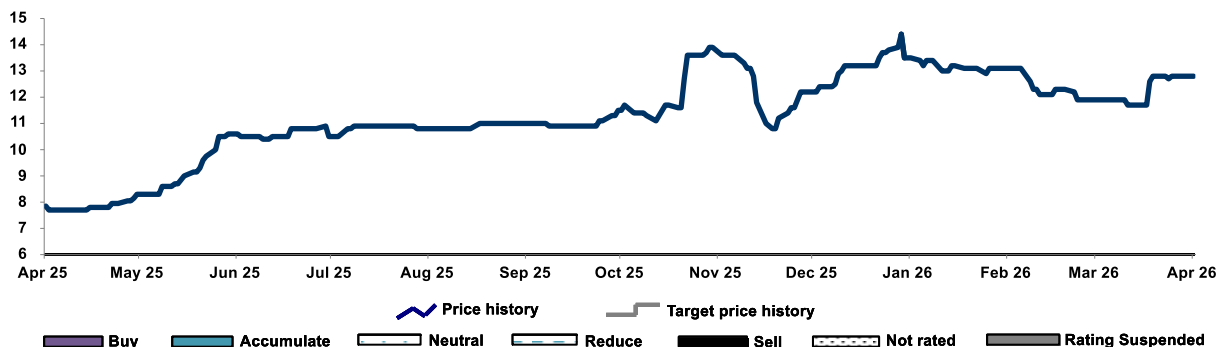
- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Excem Capital Partners Sociedad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

**Recommendation history for INDEXA CAPITAL**

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

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

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Marisa Mazo, Ph.D, CFA (since 08/04/2026)



## ESN Recommendation System

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



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

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

### Meaning of each recommendation or rating:

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

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

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

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	37	52%
Accumulate	13	18%
Neutral	19	27%
Reduce	2	3%
Sell	0	0%

### of which Sponsored Research

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	13	93%
Accumulate	0	0%
Neutral	1	7%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

### ESN Ratings Breakdown

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	194	55%
Accumulate	40	11%
Neutral	108	31%
Reduce	3	1%
Sell	5	1%

### of which Sponsored Research

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	37	80%
Accumulate	4	9%
Neutral	5	11%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

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

Date and time of production: **Monday April 13, 2026 08:30CET**

First date and time of dissemination: **Monday April 13, 2026 09:00 CET**

## Disclaimer:

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

[www.esnpartnership.eu](http://www.esnpartnership.eu)

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

[www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caiaibi.pt](http://www.caiaibi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es) regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Members of ESN (European Securities Network LLP)

