Amper, S.A.

BME:APE · Revisión v5 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 30/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 4.67 EUR

Publicación en la web: 04/11/2026 · Revisión editorial: 04/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	6.60/10
Oportunidad:	5.30/10
NOTA FINAL:	5.70/10

ESPERAR / NO INCORPORAR; considerar REDUCIR para el titular.

Riesgo: Alto

APE — Final 5,7/10; Empresa 6,6; Oportunidad 5,3. ESPERAR entrada; considerar reducir tenencia contrastando potencial industrial y retorno financiado.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Identidad y corte. Amper, S.A., PDF BME:APE, alias de descarga BME:AMP; 30/10/2026, 4,67 EUR; editorial 04/11. Texto original completo leído y tablas 3–4 vistas. La generación codifica 07:26 UTC: el posterior anuncio del cierre de Teltronic queda excluido como ejecución conocida a esa hora, con exposición declarada.

Acciones. El comunicado del 20/07 acredita una nueva por 25 antiguas, tras cancelar 12 propias: 2.276.124.087 pasan a 91.044.963, nominal 0,05 a 1,25 EUR e ISIN ES0109260531 a ES0109260291. No se infiere el factor del precio ni se normaliza historia. Ante el pie ambiguo de miles/millones del original, se usa el denominador primario.

Negocio. Tecnología e integración de comunicaciones críticas, electrónica, redes/almacenamiento y offshore. Certificación, experiencia y mantenimiento aportan barreras, sin monopolio probado. La contratación pública y ejecución internacional exigen garantías y circulante: demanda europea de defensa no equivale a pedidos o retorno garantizados.

Resultados H1. Ventas 125,982 MEUR frente a 167,553, −24,8%; el +25,1% corporativo excluye Servicios Industriales y Offshore en ambos años, no todo el grupo comparable. EBITDA 24,787, EBIT 9,208 y amortización 15,579. Defensa: ventas 58,0/EBITDA 15,0; Energía 68,0/9,8, segmentos redondeados con eliminaciones, no beneficios comunes.

Capitalización. Trabajo propio activado 7,851 MEUR no es cobro: restarlo deja EBITDA 16,936/EBIT 1,357 como sensibilidad, sin certificar normalización porque conserva amortización previa. No todo 7,9 es subvención. Gasto financiero 9,611; pretax 0,556 más impuesto contable positivo 0,427 da continuadas 0,983; discontinuadas −0,657, consolidado 0,326 y común 0,563 por pérdidas minoritarias.

Error de base del proveedor. EBIT FY2025 primario 19,763 y EBITDA 46,268; el original llama operating income a 46,3 y después EBITDA a 61,5. LTM 51,3/70 no queda conciliado. Puente de EBITDA 46,268+24,787−16,218=54,837 sin normalizar: disposición anual operativa 7,029 frente a financiera H1 anterior 7,145 y PPA Navacel reexpresado impiden certificar LTM homogéneo.

Caja y estacionalidad. El estado consolidado H1 muestra CFO −20,241 MEUR, con pretax 0,556, ajustes 21,909, circulante −43,021 y otros flujos +0,315. Los intereses pagados 4,399 están en financiación, con la casilla operativa vacía: CFO después de ese pago sería −24,640. Capex material/intangible pagado 26,171 deja −50,811 antes de principal preciso de leases, SBC y compras adicionales. La inversión neta total −26,966 incorpora otros conceptos y una fila de cobro de interés con signo negativo que no se convierte en cobro positivo por conveniencia.

La financiación explica el saldo. Emisiones de pasivo 57,600 menos devoluciones 39,800 y otros flujos financieros netos 3,752 dan financiación +21,552 MEUR. CFO −20,241 más inversión −26,966 más financiación +21,552 concilia caída de efectivo −25,655, de 129,130 a 103,475. Mejorar casi 14 MEUR respecto al CFO H1 anterior −34,180 no significa autofinanciar inversión. El circulante de gestión sube de 51,4 a 81,9 y el estado de caja consume 43,021; no se sustituyen ambos por una recuperación futura segura.

Puente de caja homogéneo. FY2025 CFO 0,909 ya incluye intereses pagados 20,366; el formulario H1 los clasifica fuera de CFO. Reexpresando ambos semestres después del interés pagado: H1 2026 −24,640 y H1 2025 −37,571, el puente LTM es 0,909 − 24,640 + 37,571 = 13,840 MEUR. Capex pagado 58,808 + 26,171 − 12,109 = 72,870 deja −59,030 antes de leases/SBC. El 14,8 de CFO del proveedor coincide aproximadamente con sumar celdas sin homogeneizar intereses. Se conserva el límite de clasificación de discontinuadas y otros flujos; no se llama sostenible a ese puente.

Balance fechado. A junio hay deuda bancaria, obligaciones y financiación alternativa 238,705 MEUR, de ella 88,849 corriente; menos caja 103,475 da DFN 135,230, frente a 82,095 a diciembre. No es saldo exacto de octubre ni caja toda excedentaria. El ratio de gestión 2,5 veces usa su EBITDA de doce meses; objetivo menor de 3 no certifica covenant cumplido en octubre. El calendario anual tenía 78,731 de principal en 2026, 53,421 en 2027 y 76,262 desde 2029; se conserva como calendario de diciembre, no se suma otra vez al corriente de junio.

Derechos fuera de DFN. Las cuentas de diciembre incluyen leases 13,602 no corrientes y 3,292 corrientes, opciones/compra de minoritarios de Elinsa 40,660 y pago aplazado de adquisiciones 7,831 no corriente, además de 3,359 corriente y préstamos públicos dentro de otros pasivos. El texto de la opción de Elinsa cita 41,201 mientras la tabla cita 40,660: no se fuerza su igualdad. La entrada COFIDES de 41,2 por 25% de Elinsa no es regalo; tiene derechos y una ventana de compra 2031–33. No se deduce a la vez todo el valor de esa participación y un rescate que ya la devolviera al común.

Teltronic y nuevas acciones. El contrato de junio compromete precio fijo 155 MEUR: aproximadamente 111 en efectivo y 44 mediante acciones, más earn-out máximo 45, de los cuales 15 ya devengados y pagaderos tras cierre antes del 31/01/2027. La junta de octubre aprueba 7.652.177 acciones a 5,75 EUR; sumadas a las 91.044.963 de julio darían 98.697.140 si se ejecuta, no conteo de octubre certificado. El acuerdo del 28/10 prevé 50 MEUR de FIEX por 32% de Amper CCT para la adquisición: compromiso no equivale a cobro o cierre. Después de esa aportación, quedan unos 61 de cash fijo más 15 devengados por financiar con fondos propios del grupo.

Otras inversiones y remuneración. Zeleros costó 1 MEUR en mayo; Freqcon 1,7 en julio, operación cerrada, y no se los confunde con compras futuras. ART estaba sólo en negociación sin acuerdo vinculante al 14/10. COFIDES comprometió 20 para 30% de WindWaves sujeto a condiciones/bonistas: no son caja libre de la matriz ni 50 recibidos. El nuevo incentivo en acciones 2026–28 tiene métricas de TSR, EBITDA y DFN y liquidación prevista antes de abril de 2029; número y coste no certificados no significan cero. En los escenarios el coste económico se retiene en margen/CFO; las emisiones de financiación se contabilizan aparte sin cobrar dos veces la misma SBC.

Contraste adicional de reinversión, nota 6 de 2025. El proyecto brasileño mantiene 17,758 MEUR de inversión pagada y pendiente de facturar; cambios físicos, pruebas y negociaciones impidieron iniciar facturación. La dirección invoca protección contractual e informes jurídicos para sostener recuperación, contraargumento real frente a pérdida automática. No se certifica cobro al corte: un deterioro no sería un segundo desembolso de los 17,758 ya pagados; tampoco puede sumarse recuperación futura garantizada a la caja. Desarrollo neto de 57,570 MEUR y vida útil estimada 7–10 años en la cuestión clave del auditor exigen evidencia de retorno, no sólo activación contable.

Valoración y exigencias del precio

Plan y reinversión. Objetivo 2028 superior a 800 MEUR de ventas/130 EBITDA: orgánico unos 600/90 y adquirido 200/40, no resultado realizado. Capex 2026–28 de 49,7/69,4/33,0, incluido I+D; mantenimiento total 26,6 y expansión 125,3. No se resta desarrollo otra vez. Guía orgánica 2026 de 335/55 requiere H2 próximo a 209/30,2 tras H1, sin anualizarlo.

Precio actual. 4,67 por 91,044963 millones de acciones de julio implica 425,180 MEUR; sumar sólo DFN junio da EV parcial 560,410 y 10,22 veces EBITDA publicado 54,837. No es EV completo ni múltiplo limpio: PPA, ganancias, leases, socios, opciones y fechas divergen. P/E proveedor 201/forward 59,8 y BPA estimado 0,08/0,17/0,28 no resuelven esos límites.

Horizonte. Compra 4,67 EUR el 30/10/2026 y terminal 30/10/2031, sin distribuciones ni probabilidades. Ventas terminales adversa/central/favorable 450/800/1.000 MEUR, margen EBITDA 12%/16%/18%, múltiplo EV/EBITDA 6/8/9, hipótesis propias. El margen incluye remuneración económica futura; la capitalización contable exige conservar capex y circulante en el presupuesto.

Presupuesto julio de 2026–octubre de 2031, no liquidez actual certificada: parte de caja junio 103,475. CFO económico acumulado después de interés, impuestos, circulante, leases y SBC 180/325/500; capex 190/250/300; Teltronic/Freqcon 127,7; otras compras 0/80/80 y obligaciones históricas 15 cada caso. Recompra Elinsa supuesta 41,2 en 2031: pagada una vez, deja el terminal sin esa minoría.

Fondos y acciones. Se supone FIEX Teltronic 50 al cierre y WindWaves 0/20/20. Emisión hipotética 80 a 2/4/4 EUR añade 40/20/20 millones de títulos a 98,697140 tras Teltronic: denominador 138,697140/118,697140/118,697140. Es financiación, no SBC repetida ni emisión anunciada. Caja final 39,575/64,575/189,575 menos reserva 30 deja excedente terminal 9,575/34,575/159,575.

Derechos terminales. Renovación de deuda financiera 238,705, sin ingreso nuevo; se resta una vez de EV, junto con leases 20 y otros pasivos 15. Minorías sobre equity de filiales tras deuda asignada: Teltronic 25,6/54,4/91,2 y WindWaves 0/42/58,5; no porcentaje sobre todo Amper. Deuda filial incluida en agregado, no cobrada dos veces. Términos y acceso real a caja quedan abiertos.

Retorno. Terminales 0,25/5,80/11,43 EUR y CAGR nominal −44,4%/+4,4%/+19,6%, sin probabilidades. El central necesita casi el objetivo industrial 2028 sostenido hasta 2031, renovar deuda y financiar dilución a precio razonable. Crecer EBITDA no elimina pérdida permanente adversa ni asegura buen retorno común.

Exigencia del precio. Con derechos y denominador centrales constantes, 4,67 en 2031 exige EBITDA 111,23 MEUR a múltiplo 8, margen 13,9% sobre ventas 800. Sensibilidad de retorno 8% anual, no umbral metodológico: EBITDA 143,75/margen 18%, o mejor caja/múltiplo/dilución. Múltiplo 8 a 6 resta 256 MEUR, unos 2,16 EUR por título.

Comparación. Indra comparte defensa/comunicaciones pero no escala, mezcla o caja; Schneider/Siemens tienen más amplitud y capacidad financiera. ALNN6/ENO del original carecen de bases y monedas homogéneas. No se promedian múltiplos. Beneficio común pequeño y caja tras inversión negativa exigen probar transformación con primarios y plan financiado, sin usar notas previas como objetivo.

Coherencia. La caja consolidada de junio no prueba disponibilidad jurídica en matriz: su distribución filial es hipótesis. Minorías son equity después de deuda ya agregada; Elinsa se paga antes del terminal una vez. EBITDA retiene activaciones y el presupuesto paga capex completo; el múltiplo no certifica beneficios económicos limpios. El estrés fiscal es adicional; deteriorar Brasil no repite caja ya invertida.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Mejor contraargumento. Cartera contratada de 676,2 MEUR, +18,2%, y contratos de Navantia/infraestructuras críticas avalan capacidad tecnológica y demanda. Defensa genera margen de EBITDA cercano al 25,8% en H1; la entrada comprometida de COFIDES y el pago parcial en acciones facilitan crecer sin toda la compra en deuda. Podríamos infravalorar la conversión futura de esa cartera y el valor estratégico de Teltronic. Pero cartera es ingreso pendiente de ejecutar, no caja ni beneficio garantizado; certificaciones, hitos, cancelaciones y márgenes importan.

Riesgo conjunto de liquidez. Desde caja de junio, Teltronic requeriría 111 de pago fijo menos 50 de coinversor, más 15 devengados: quedaría 27,475 MEUR antes del resto de usos de julio en adelante. No demuestra insolvencia ni saldo de octubre: faltan cobros, financiación, capex y restricciones posteriores. Sí muestra por qué no se suman 103,5 de caja y 50 de FIEX al valor del común sin pagar la adquisición ni reconocer al socio.

Sensibilidad financiada. En el presupuesto central, 50 MEUR menos de CFO acumulado y 25 más de inversión dejarían caja −10,425 antes de reserva 30: falta 40,425. Si además no se renueva una cuarta parte del principal corriente de junio, 22,212, el déficit frente a reserva pasa a 62,637. No se afirma que ese impago haya ocurrido ni que toda la deuda deba cancelarse. Dos puntos más de coste sobre 238,705 añaden unos 4,774 de interés anual antes de impuestos; esa presión puede reducir simultáneamente caja y valoración.

Riesgos contables y derechos. Activación de desarrollo, impuesto diferido, PPA, resultado de ventas y pérdidas de discontinuadas exigen separar contabilidad de retorno. IFRS 16 mueve principal a financiación; su importe H1 no queda aislado y −50,811 es antes de ese pago. La caja dentro de filiales, las garantías y opciones limitan lo libremente distribuible. No se deduce el mismo principal después de pagarlo ni el mismo socio después de recomprarlo. Las nuevas acciones no son gratuitas aunque el precio de emisión exceda la cotización anterior.

Qué queda abierto. La caja exacta disponible al 30/10 por entidad y uso, detalle H1 de leases/SBC, puente de deuda hasta esa fecha, PPA y reclasificación homogénea de ganancias, condiciones completas de socios y coste de nuevas compras pueden invertir el retorno. No son redondeos. Los documentos primarios completos archivados se consultaron en estados/notas y páginas seleccionadas; no se afirma lectura o inspección visual de todo el informe anual. La nota de prensa que titula EBITDA H1 28,4 no sustituye los 24,8 del formulario/presentación conservados.

Revisión aditiva del informe del auditor de 2025 (PDF físico 2–5). La opinión de EY no está modificada, pero contiene párrafos de énfasis: sanciones fiscales recurridas ligadas a AIE de I+D y recuperación de la inversión brasileña de Río Grande do Sul. No equivalen a una opinión con salvedades ni certifican el plan o el valor de la acción. Las cuestiones clave incluyen recuperación de activos, activación de desarrollo y reconocimiento de ingresos por coste incurrido; son áreas de estimación que requieren contrastar caja y cobro. La cobertura es de estas páginas y notas seleccionadas, no del informe íntegro.

Nota 19 de 2025: sanciones de aproximadamente 17,4 MEUR bajo artículos 196/197 y otros 36,2 MEUR bajo artículo 201; unos 53,6 MEUR agregados indicativos, no vencimiento exigible certificado ni estimación de pago esperado. La dirección y sus asesores califican la confirmación como posible y no provisionan; hay recursos y procedimientos adicionales descritos, sin resolver aquí sus méritos jurídicos. Ausencia de provisión no significa ausencia de riesgo. Si se pagaran íntegramente 53,6, el colchón central 64,575 caería a 10,975 y faltaría 19,025 para la reserva 30, antes de otras tensiones; el efecto terminal aislado sería aproximadamente 0,45 EUR por acción central, sin probabilidades. No se presume que el pasivo ilustrativo de 15 ya cubra estas sanciones.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 6,6/10. Tecnología, experiencia y cartera avalan capacidades. Caja del común limitada, activaciones, capital intensivo, deuda y socios impiden dar por probada la transformación; no se regala calidad temática.

Oportunidad 5,3/10. A 4,67 EUR, central financiado de 4,4% anual exige mucho crecimiento y otra emisión. EBITDA del proveedor no prueba baratura; lagunas de caja/derechos pueden invertir retorno. ESPERAR / NO INCORPORAR hasta demostrar conversión y coste financiero completo, sin umbral universal inventado.

Final 5,7/10. Potencial industrial frente a retorno común dependiente de ejecución, inversión, refinanciación y socios. Juicio propio, no media o penalización automática. El favorable conserva valor: no se declara inviabilidad o venta mecánica.

Podemos equivocarnos: mix, contratos, Teltronic y socios pueden anticipar caja y abaratar financiación; plantas mejor utilizadas elevarían retorno. Cobros tardíos y capex podrían hacer demasiado benigno incluso el adverso.

Cambiaría el juicio un puente primario por entidad de caja tras interés, leases, SBC, desarrollo y capex, conciliado con adquisiciones/socios, y cartera cobrada. Son observaciones futuras, no condiciones confirmadas por presupuestos.

Menos respaldados: CFO acumulado, financiación futura de 80 MEUR, márgenes, múltiplos y minorías son supuestos. Derechos y reparto filial de caja/deuda pueden cambiar lo que corresponde al común.

Tenencia — Considerar reducir. Considerar reducir se apoya en caja observada negativa tras inversión, deuda y derechos que compiten con el común, y retorno central modesto a 4,67 EUR pese a exigir gran transformación. La nueva financiación y los pedidos sostienen opcionalidad, pero no prueban autofinanciación ni compensan por sí solos el riesgo de dilución; no se deriva la decisión de una nota o de la variación bursátil.

Mantener mientras: La cartera se convierte en ventas cobradas y la caja tras interés, leases, remuneración e inversión mejora con financiación suficiente para los compromisos.

Reducir si: Persisten consumo de circulante e inversión y el crecimiento exige emisiones o deuda sin retorno incremental demostrado para el común.

Vender si: La financiación deja de cubrir compromisos y la conversión de contratos no ofrece un camino creíble a caja del común después de reinversión.

Contraargumento para conservar. Conservar permite participar en tecnología de comunicaciones críticas, cartera contratada creciente y la integración de Teltronic con apoyo de COFIDES. Si esa escala convierte beneficio en caja y evita financiación onerosa, reducir podría sacrificar un retorno favorable relevante.

Incertidumbres del titular. No se conocen concentración, fiscalidad ni horizonte personal del titular; no se prescribe porcentaje de reducción. La caja exacta de octubre, términos completos de socios, coste de SBC y necesidad de nuevas compras siguen abiertos.

Qué vigilamos

- Caja tras interés, leases, SBC y capex
- Financiación, derechos de filiales y emisiones
- Recursos fiscales y recuperación del activo brasileño

Fuentes y alcance

Original InvestingPro de Amper | 2026-10-30 | Informe original de ocho páginas leído en texto; tablas de páginas 3–4 inspeccionadas visualmente.

Amper: información financiera semestral consolidada a junio de 2026 | 2026-07-31 | Estados consolidados de junio: balance, resultados y caja (G10–12 y G16); resultados y caja vistos.

Amper: presentación de resultados del primer semestre de 2026 | 2026-07-31 | Apartados seleccionados de negocio, cartera, balance y operaciones; páginas financieras 9–11 vistas y definiciones APM consultadas.

Amper: cuentas anuales consolidadas de 2025 | 2026-10-30 | Estados y notas seleccionados de caja, deuda, leases, opciones, desarrollo e impuestos; notas 6 y 19 y auditor físico 1–5. Caja física 15 y opciones 81 vistas. No cobertura anual íntegra; día exacto de publicación no certificado.

Amper: plan estratégico 2026–2028 presentado en abril | 2026-04-29 | Apartados seleccionados de capacidades, inversiones, financiación y proyecciones; objetivos futuros, no resultados realizados.

Amper: admisión de acciones tras agrupación de julio | 2026-07-20 | Comunicado completo: agrupación, número de acciones, nominal e ISIN antes y después.

Amper: contrato de compra de Teltronic firmado en junio | 2026-06-15 | Comunicado completo: precio fijo y contingente, efectivo, acciones y condiciones previas al cierre.

Amper y COFIDES: acuerdo de financiación de Teltronic | 2026-10-28 | Comunicado completo: compromiso de 50 millones por el 32% de Amper CCT; cierre previsto, no certificado ejecutado.

Amper: acuerdos de la junta extraordinaria de octubre | 2026-10-06 | Apartados de emisión de acciones e incentivo 2026–28; aprobación no presentada como ejecución.

Amper y COFIDES: inversión prevista en WindWaves | 2026-07-29 | Comunicado completo: 20 millones por el 30%, uso industrial y condiciones previas al cierre.

Amper: compra de la unidad productiva de Freqcon | 2026-07-30 | Comunicado completo: compra cerrada de unidad productiva por 1,7 millones y capacidades adquiridas.

Amper: estado de la negociación sobre Advanced Radar Technologies | 2026-10-14 | Comunicado completo: negociación sin acuerdo vinculante; no compra ejecutada.

Amper, S.A.

BME:APE · v5 · Report 30/10/2026 · Reference 4.67 EUR

Company 6.60/10 | Opportunity 5.30/10 | Overall 5.70/10

WAIT / DO NOT INITIATE; consider REDUCE for existing holders.

Risk: High

APE — Overall 5.7/10; Company 6.6; Opportunity 5.3. WAIT for entry; consider reducing existing holdings after weighing industrial upside and funded returns.

Business, developments and cash

Identity and cutoff. Amper, S.A., PDF BME:APE, download alias BME:AMP; 30 October 2026, EUR 4.67; editorial 4 November. Full original text read and tables 3–4 viewed. Encoded generation is 07:26 UTC: the later Teltronic closing announcement is excluded as execution known then, with exposure declared.

Shares. The 20 July notice establishes one new for 25 old shares after cancelling 12 treasury shares: 2,276,124,087 become 91,044,963, nominal EUR 0.05 to 1.25 and ISIN ES0109260531 to ES0109260291. No factor is inferred from prices or history normalized. The primary denominator resolves ambiguous original thousand/million labels.

Business. Proprietary technology and integration in critical communications, electronics, grids/storage and offshore. Certification, experience and maintenance create barriers without proving monopoly. Public contracts and international execution require guarantees and working capital: European defence demand does not guarantee Amper orders or returns.

H1 results. Revenue EUR 125.982m versus 167.553, down 24.8%; corporate growth 25.1% excludes Industrial Services and Offshore in both years, not the whole comparable group. EBITDA 24.787, EBIT 9.208 and amortization 15.579. Defence revenue/EBITDA 58.0/15.0; Energy 68.0/9.8 are rounded segments with eliminations, not common earnings.

Capitalization. Own work capitalized EUR 7.851m is not customer cash: subtracting it leaves EBITDA 16.936/EBIT 1.357 as sensitivity, not certified normalization because old amortization remains. Not all 7.9 is grants. Financial expense 9.611; pretax 0.556 plus accounting tax income 0.427 gives continuing 0.983; discontinued minus 0.657, total 0.326 and common 0.563 through minority losses.

Vendor basis error. Primary FY2025 EBIT 19.763 and EBITDA 46.268; the original labels 46.3 operating income and then 61.5 EBITDA. LTM 51.3/70 remain unreconciled. EBITDA bridge 46.268+24.787−16.218=54.837 is unnormalized: annual operating disposal 7.029 versus prior-H1 financial 7.145 and restated Navacel PPA prevent certifying homogeneous LTM.

Cash and seasonality. Consolidated H1 CFO is minus EUR 20.241m, with pretax 0.556, adjustments 21.909, working capital minus 43.021 and other flows plus 0.315. Paid interest 4.399 appears in financing while the operating cell is blank: after that payment CFO would be minus 24.640. Paid tangible/intangible capex 26.171 leaves minus 50.811 before exact lease principal, SBC and further acquisitions. Net investing minus 26.966 contains other items and a negative interest-receipt row that is not converted into a positive receipt for convenience.

Funding explains the balance. Debt issuance 57.600 less repayment 39.800 and other net financing 3.752 gives financing of plus EUR 21.552m. CFO minus 20.241 plus investing minus 26.966 plus financing 21.552 reconciles cash decline 25.655, from 129.130 to 103.475. Almost EUR 14m improvement against prior-H1 CFO minus 34.180 is not self-funded investment. Management working capital rises from 51.4 to 81.9 while the cash statement consumes 43.021; neither becomes assured future release.

Consistent cash bridge. FY2025 CFO 0.909 already includes paid interest 20.366; the H1 form classifies interest outside CFO. Restating both halves after paid interest gives current H1 minus 24.640 and prior H1 minus 37.571; LTM bridge is 0.909 − 24.640 + 37.571 = EUR 13.840m. Paid capex 58.808 + 26.171 − 12.109 = 72.870 leaves minus 59.030 before leases/SBC. Vendor CFO 14.8 approximately matches adding cells without interest harmonization. Discontinued/other-flow classification remains a limitation; this bridge is not labelled sustainable.

Dated balance sheet. June bank debt, notes and alternative financing total EUR 238.705m, including 88.849 current; less cash 103.475 gives net financial debt 135.230 versus 82.095 in December. Neither is exact October debt or all cash surplus. Management's 2.5 leverage uses its twelve-month EBITDA; a target below 3 is not October covenant certification. The annual maturity schedule showed principal 78.731 in 2026, 53.421 in 2027 and 76.262 from 2029; this remains a December schedule and is not added again to June current debt.

Claims outside headline net debt. December accounts include leases 13.602 non-current and 3.292 current, Elinsa minority purchase options 40.660 and deferred acquisition consideration 7.831 non-current plus 3.359 current, alongside public loans within other liabilities. Elinsa option prose cites 41.201 while its table cites 40.660; these are not forced equal. COFIDES funding of 41.2 for 25% of Elinsa is not free money: it carries claims and a purchase window in 2031–33. Full minority value is not deducted alongside a redemption already returning that ownership to common shareholders.

Teltronic and new shares. The June agreement sets fixed consideration EUR 155m: approximately 111 cash and 44 in shares, plus earn-out up to 45, including 15 already earned and payable after closing by 31 January 2027. The October meeting approves 7,652,177 shares at EUR 5.75; with July shares these would total 98,697,140 if executed, not a certified October count. The 28 October agreement provides FIEX funding 50 for 32% of Amper CCT to acquire Teltronic: commitment is not receipt or closing. After that contribution, approximately 61 of fixed cash plus 15 earned consideration still requires group funding.

Other investment and remuneration. Zeleros cost EUR 1m in May; the EUR 1.7m Freqcon purchase closed in July, separate from future transactions. ART remained negotiations without a binding agreement on 14 October. COFIDES committed 20 for 30% of WindWaves subject to conditions/bondholders: not free parent cash or 50 already received. The 2026–28 share incentive uses TSR, EBITDA and net debt, with settlement planned before April 2029; uncertified award count/cost is not zero. Scenarios retain future economic compensation in margin/CFO and separately count financing shares without charging the same SBC twice.

Additional reinvestment check, 2025 note 6. The Brazilian project carries EUR 17.758m of paid investment awaiting billing; physical changes, testing and negotiations prevented billing from starting. Management cites contractual protection and legal opinions supporting recovery, a real counterargument to automatic loss. Collection at cutoff is not certified: impairment would not be a second payment of the 17.758 already spent, and guaranteed future recovery cannot be added to cash. Net development assets of EUR 57.570m and estimated useful lives of 7–10 years in the auditor's key matter require return evidence beyond accounting capitalization.

Valuation and price expectations

Plan and reinvestment. 2028 target exceeds EUR 800m revenue/130 EBITDA: roughly organic 600/90 and acquired 200/40, not realized results. 2026–28 capex 49.7/69.4/33.0 includes R&D; total maintenance 26.6 and expansion 125.3. Development is not deducted twice. Organic 2026 guidance 335/55 requires H2 about 209/30.2 after H1, not annualization.

Current price. EUR 4.67 times 91.044963 million July shares implies EUR 425.180m; adding only June net debt gives partial EV 560.410 and 10.22 times published EBITDA 54.837. Neither complete EV nor clean multiple: PPA, gains, leases, partners, options and dates differ. Vendor P/E 201/forward 59.8 and forecast EPS 0.08/0.17/0.28 do not resolve these limits.

Horizon. Buy EUR 4.67 on 30 October 2026, terminal 30 October 2031, no distributions or probabilities. Adverse/central/favourable terminal revenue EUR 450/800/1,000m, EBITDA margin 12%/16%/18% and EV/EBITDA 6/8/9 are own assumptions. Margin includes future economic compensation; accounting capitalization requires retaining full capex and working capital in cash budgets.

July 2026–October 2031 budget, not certified current liquidity: starts from June cash 103.475. Cumulative economic CFO after interest, taxes, working capital, leases and SBC 180/325/500; capex 190/250/300; Teltronic/Freqcon 127.7; other purchases 0/80/80 and historical obligations 15 each. Assumed Elinsa repurchase 41.2 in 2031 is paid once, leaving no such terminal minority.

Funding and shares. Assumed Teltronic FIEX 50 on closing and WindWaves 0/20/20. Hypothetical equity 80 at EUR 2/4/4 adds 40/20/20 million to 98.697140 post-Teltronic: denominators 138.697140/118.697140/118.697140. Funding is neither duplicated SBC nor an announced issue. Final cash 39.575/64.575/189.575 less reserve 30 leaves terminal excess 9.575/34.575/159.575.

Terminal claims. Financial debt 238.705 rolls over without new income and is deducted once from EV, alongside leases 20 and other liabilities 15. Minority equity after allocated subsidiary debt: Teltronic 25.6/54.4/91.2 and WindWaves 0/42/58.5, not percentages of all Amper. Subsidiary debt is within the aggregate, not charged twice. Actual terms and cash access remain open.

Return. Terminal EUR 0.25/5.80/11.43 and nominal CAGR minus 44.4%/plus 4.4%/plus 19.6%, no probabilities. Central needs almost the 2028 industrial target sustained through 2031, debt renewal and reasonably priced financing dilution. EBITDA growth neither removes adverse permanent loss nor assures common-owner returns.

Price requirement. Holding central claims and denominator constant, EUR 4.67 in 2031 needs EBITDA 111.23m at multiple 8, margin 13.9% on sales 800. Illustrative annual return 8%, not a methodology hurdle, needs EBITDA 143.75/margin 18%, or better cash/multiple/dilution. Multiple 8 to 6 removes EUR 256m, about EUR 2.16 per instrument.

Comparison. Indra shares defence/communications exposure but differs in scale, mix and cash; Schneider/Siemens have greater breadth and financial capacity. Original peers ALNN6/ENO lack homogeneous bases/currencies. No average multiple is published. Small common earnings and negative post-investment cash require proving transformation against primary history and funded plans, without previous score targets.

Coherence. Consolidated June cash does not prove parent legal availability; subsidiary allocation is assumed. Minorities are equity after debt already aggregated; Elinsa is paid once before terminal. EBITDA retains capitalization while budgets pay full capex; the multiple does not certify clean economic earnings. Tax stress is additional; Brazilian impairment does not repeat cash already spent.

Risks and monitoring

Strongest counterargument. Contracted backlog EUR 676.2m, up 18.2%, and Navantia/critical-infrastructure contracts support technological capability and demand. Defence earns an H1 EBITDA margin around 25.8%; committed COFIDES funding and partial share consideration help expansion without funding the entire purchase through debt. Future backlog conversion and Teltronic's strategic value could be underestimated. However, backlog is unexecuted revenue rather than guaranteed cash/profit; certification, milestones, cancellation and margins matter.

Joint liquidity risk. Starting with June cash, Teltronic needs fixed cash 111 less co-investor 50 plus earned consideration 15, leaving EUR 27.475m before other uses from July onward. This proves neither insolvency nor October cash: subsequent collections, funding, capex and restrictions are missing. It does show why cash 103.5 and FIEX 50 cannot simply be added to common value without paying for the acquisition and recognizing the partner.

Funded sensitivity. In the central budget, cumulative CFO lower by EUR 50m and investment higher by 25 leaves cash minus 10.425 before reserve 30, a gap of 40.425. If one quarter of June current principal, 22.212, also cannot roll, the reserve shortfall becomes 62.637. No actual default is alleged and not all debt is forced to repay. Two additional interest points on 238.705 adds roughly 4.774 annually before tax, potentially weakening cash and valuation together.

Accounting and claim risks. Development capitalization, deferred tax, PPA, disposal gains and discontinued losses require separating accounting from owner returns. IFRS16 puts principal in financing; exact H1 principal is not isolated and minus 50.811 is before that payment. Subsidiary cash, guarantees and options constrain freely distributable funds. Principal is not deducted after repayment, nor the same partner after repurchase. New shares are not free because issuance price exceeds an earlier quote.

Open questions. Exact cash available by entity/use at 30 October, H1 lease/SBC detail, debt bridge to that date, consistent PPA/disposal reclassification, full partner terms and further acquisition costs can reverse returns. These are not rounding issues. Complete archived primary PDFs were consulted in selected statements/notes/pages, without claiming full annual-report reading or visual inspection. A press-release headline citing H1 EBITDA 28.4 does not replace 24.8 in the preserved form/presentation.

Additive review of the 2025 auditor report (physical PDF pages 2–5). EY's opinion is unmodified, but it contains emphasis-of-matter paragraphs on appealed tax sanctions related to R&D economic-interest groups and recovery of the Brazilian Rio Grande do Sul investment. These are not a qualified opinion and do not certify the plan or share value. Key audit matters include asset recovery, development capitalization and cost-to-cost revenue recognition: estimation areas requiring cash and collection checks. Coverage comprises these pages and selected notes rather than the entire report.

2025 note 19 describes approximately EUR 17.4m of sanctions under articles 196/197 and another EUR 36.2m under article 201: an indicative combined EUR 53.6m, not a certified payable maturity or expected-payment estimate. Management and advisers classify confirmation as possible and record no provision; appeals and additional proceedings are described, without adjudicating their legal merits here. No provision does not mean no risk. Full payment of 53.6 would reduce central cash 64.575 to 10.975, leaving a 19.025 gap to the 30 reserve before other stresses; isolated terminal impact is approximately EUR 0.45 per central share, without probabilities. The illustrative other-liability amount of 15 is not presumed to cover these sanctions.

Conclusion and independent score judgments

Company 6.6/10. Technology, experience and backlog support capabilities. Limited common cash, capitalization, capital intensity, debt and partners prevent treating transformation as proven; thematic exposure earns no automatic quality.

Opportunity 5.3/10. At EUR 4.67, funded central return 4.4% annually requires major growth and another issue. Vendor EBITDA does not prove cheapness; cash/claim gaps can reverse returns. WAIT / DO NOT INITIATE until conversion and full funding costs are demonstrated, without inventing a universal hurdle.

Overall 5.7/10. Industrial potential meets common returns dependent on execution, investment, refinancing and partners. A reasoned judgment, not averaging or automatic penalty. Favourable value remains: neither unviability nor mechanical sale is declared.

We could be wrong: mix, contracts, Teltronic and partners may accelerate cash and lower financing costs; better plant utilization could raise returns. Late collections and capex could make even the adverse case too benign.

A primary entity-level bridge after interest, leases, SBC, development and capex, reconciled to acquisitions/partners, plus collected backlog conversion would change the judgment. These are future observations, not conditions confirmed by budgets.

Least supported: cumulative CFO, future EUR 80m funding, margins, multiples and minorities are assumptions. Claims and subsidiary cash/debt allocation can change the common shareholder's portion.

Existing holders — Consider reducing. Considering a reduction rests on observed negative post-investment cash, debt and competing claims, and modest central return at EUR 4.67 despite demanding transformation. New funding and orders retain optionality without proving self-funding or offsetting dilution risk alone; the decision is not inferred from a score or stock-price movement.

Maintain while: Backlog converts into collected sales and cash after interest, leases, remuneration and investment improves with sufficient funding for commitments.

Reduce if: Working-capital and investment consumption persist while growth needs new shares or debt without demonstrated incremental common-owner returns.

Sell if: Funding no longer covers commitments and contract conversion offers no credible path to common-owner cash after reinvestment.

Counterargument for holding. Holding retains exposure to critical-communications technology, growing contracted backlog and Teltronic integration with COFIDES support. If scale converts earnings into cash without costly financing, reducing could surrender substantial favourable returns.

Holder uncertainties. The holder's concentration, taxes and horizon are unknown; no reduction percentage is prescribed. Exact October liquidity, full partner terms, SBC cost and further acquisition needs remain unresolved.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.