

I Resumen ejecutivo



I DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Clínica Baviera es un **grupo español líder en el ámbito de la oftalmología y referente europeo**, con una trayectoria de más de tres décadas y una clara **especialización en cirugía refractiva** y en tratamientos oftalmológicos de alta complejidad, como la **corrección de la presbicia**.

La compañía ha desarrollado un **modelo de atención integral** que **cubre todas las fases del proceso asistencial**, desde la evaluación y el diagnóstico inicial hasta la intervención quirúrgica y el posterior seguimiento del paciente. La actividad se articula a través de **dos tipos de centros**. Por un lado, **las clínicas satélite**, que constituyen la mayor parte de la red y están orientadas principalmente al **diagnóstico**. Estas clínicas se implantan normalmente en poblaciones de más de 50.000 habitantes y actúan como punto de entrada para los pacientes, que posteriormente son derivados a las clínicas quirúrgicas. Por otro lado, **las clínicas quirúrgicas concentran los procedimientos médicos y quirúrgicos especializados**.

El grupo **desarrolla su actividad exclusivamente a través de clínicas de su propiedad**, lo que le permite ejercer un **control directo sobre los estándares de calidad** asistencial, la experiencia del paciente y la eficiencia de los procesos operativos. El equipo médico está compuesto por oftalmólogos cualificados, apoyados por una **estructura de gestión centralizada y profesionalizada**, con **programas de formación continua** para su personal. A diciembre de 2025, el Grupo Baviera dispone de una **red de 151 centros oftalmológicos con presencia internacional, distribuidos en 89 clínicas en España, 32 en Alemania, 1 en Austria, 10 en Italia y 19 en el Reino Unido**, estas últimas incorporadas tras la adquisición del grupo Eye Hospital Group (Optimax) en 2024. La compañía ha sido pionera en España y en Europa en la especialización en cirugía refractiva y en la creación de una **red de clínicas con protocolos homogéneos**. Su éxito se basa en aplicar la técnica a gran escala y en mejorar procesos, marketing y experiencia del paciente, con un modelo de expansión internacional.

Clínica Baviera mantiene un posicionamiento relevante en sus principales mercados; #1 en España y en Alemania en el mercado en el que se ha especializado (excluyendo cataratas públicas donde Clínica Baviera no está presente), con capacidad para crecer en los segmentos de cirugía refractiva y corrección de la presbicia. La compañía opera en mercados atractivos con claras ventajas competitivas y barreras de entrada, lo que se refleja en un margen sobre el EBIT superior al 20%. Las inversiones en nuevas clínicas son muy rentables. El retorno sobre la inversión es del 20% durante el primer año y en el segundo sube a un nivel que supera el 30%. Se espera que la compañía abra al menos 15 clínicas al año durante los próximos años, con foco en crecer en Alemania, Italia y Reino Unido, lo que permitirá a la compañía doblar su tamaño en 7 años. No se espera que la expansión se realice a un ritmo muy superior ya que la formación de médicos requiere tiempo.

A 9 de febrero de 2026, con una capitalización de 861 millones de € (EV/EBITe=12), en un escenario base y con un múltiplo de salida de EV/EBIT=14, estimamos una TIR para los inversores de doble dígito (+12%).

II PRINCIPALES LÍNEAS DE NEGOCIO

El Grupo desarrolla toda su actividad dentro de un único segmento de negocio, la **oftalmología**, si bien desglosa su información en función del tipo de servicio prestado y del perfil de cliente. Según el último informe anual, la **mayor parte de los ingresos procede de intervenciones quirúrgicas**, que representan aproximadamente el **90% de la cifra total**, mientras que las **consultas y otros servicios aportan en conjunto el 10% restante**. Desde el punto de vista del cliente, la actividad se **concentra principalmente en pacientes particulares**, que **generan el 84% de los ingresos**, frente al 16% correspondiente a servicios prestados en el marco de acuerdos con entidades asegura-

doras.

MERCADO FRAGMENTADO. DESGLOSE POR ZONAS GEOGRÁFICAS

La compañía opera en un **mercado tradicionalmente fragmentado**, lo que abre oportunidades de **consolidación y expansión para operadores con escala y presencia de marca**. Todo ello se enmarca en un contexto sectorial caracterizado por factores de crecimiento estructural, como el envejecimiento de la población, el aumento de patologías visuales asociadas al uso intensivo de dispositivos digitales y una mayor adopción de soluciones quirúrgicas para la corrección de defectos visuales.



Por países, **España constituye un mercado maduro en el que el grupo se posiciona como el principal operador tanto en cirugía refractiva como en corrección de la presbicia, con margen de crecimiento en diferentes poblaciones**. Más del 30% de la población adulta es miope y la presbicia afecta a más del 80% de la población de más de 45 años. En España Clínica Baviera puede crecer en ambas (quedan más de 80 poblaciones con más de 50.000 habitantes donde todavía no está presente). Sus principales competidores son Miranza y Oftalvist (controlado por Asisa).

Alemania, su segundo mercado en importancia, presenta un mayor grado de fragmentación. **El grupo ocupa la primera posición en cirugía refractiva por cuota de mercado y la segunda en presbicia.** Clínica Baviera opera a través de Care Vision. Los principales competidores en el país son Euroeyes (competidor principal, centrado en un segmento un poco más premium, al que Clínica Baviera está ganando cuota de mercado), Artemis, Ober Scharrer (estos dos últimos cuentan con más de 100 clínicas, ambos más centrados en catarata pública, que no hace Clínica Baviera) y Smile Eyes.

En el Reino Unido, donde la compañía ha entrado recientemente, la actividad se encuentra en una fase de optimización, con el objetivo de implantar progresivamente el modelo de clínicas satélite, ya que de las clínicas existentes solo una es satélite, lo que permitiría impulsar el crecimiento con una inversión relativamente menor y con el objetivo de alcanzar la segunda posición del mercado en sus segmentos de especialización. Optical Express (con cerca de 100 tiendas y clínicas) y Optegra son sus principales competidores.

Por su parte, **Italia es un mercado muy atomizado en el que el grupo está presente únicamente en el norte del país, con una estrategia orientada a ampliar su cobertura hacia el centro mediante nuevas aperturas, especialmente en la ciudad de Roma.**

En cuanto a la magnitud del crecimiento, hasta 2023 el grupo mantenía un ritmo medio de entre dos y tres aperturas anuales. En la actualidad, se prevé acelerar este ritmo hasta aproximadamente quince nuevas aperturas al año, de las cuales entre doce y trece corresponderían a clínicas satélite y el resto a clínicas quirúrgicas. Aunque en el corto y medio plazo una parte significativa de estas aperturas seguirá concentrándose en España, a largo plazo se espera que el crecimiento se traslade progresivamente hacia los mercados internacionales. El crecimiento previsto también responde a la capacidad de resolverlos potenciales cuellos de botella para la captación de profesionales del sector y su adecuada formación para mantener la calidad y estandarización de los procedimientos de diagnóstico y quirúrgicos.

REFUERZO DE SU ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO INTERNACIONAL MEDIANTE DOS ADQUISICIONES

El 26 de junio de 2024, el grupo adquirió el 100% del capital de Eye Hospital Group Limited y sus filiales, conocido como Grupo Optimax, materializando su entrada en el mercado británico. Esta operación permitió al grupo acceder de forma inmediata a una plataforma con **presencia en las principales ciudades del Reino Unido**, lo que le permitió integrar 18 clínicas. Esta operación supuso un desembolso inicial de 11,7 millones de euros, con un componente variable adicional sujeto al desempeño futuro del EBITDA durante los próximos cinco años. Tras la adquisición, el foco estratégico se centra en la adaptación progresiva de Optimax al modelo operativo del grupo y en la recuperación de una rentabilidad positiva, que se estima alcanzar en un plazo inferior a dos años. A esta adquisición se incorporó la apertura de una clínica satélite en 2025, elevando el número a 19 clínicas.

Por otro lado, el 3 de agosto de 2024, a través de Care Vision Germany GmbH, el grupo adquirió el 62,8% de Augenklinik Trier Petrisberg GmbH, posteriormente renombrada como Care Vision Trier GmbH, cuya consolidación efectiva tuvo lugar el 1 de noviembre de 2024.

III PROPUESTA DE VALOR

- Capacidad de expansión nacional e internacional con un modelo de negocio estandarizado y escalable.

El grupo aborda los próximos años con una **estrategia orientada a ampliar de forma significativa su red de clínicas en los países en los que ya está presente**, con el objetivo de reforzar la proximidad al paciente y sostener la calidad de la atención médico-asistencial, al tiempo que capitaliza la creciente aceptación de las técnicas de cirugía refractiva como alternativa al uso de gafas y lentillas. **Este enfoque se apoya en el modelo de clínicas satélite como vía de captación y derivación hacia centros quirúrgicos**, un esquema que ya ha sido implementado en Alemania y que ha permitido alcanzar una posición relevante en ese mercado, situándose como primer operador en cirugía refractiva y segundo en corrección de la presbicia. La compañía tiene previsto trasladar este mismo modelo operativo a Reino Unido. Es, además, el **único grupo oftalmológico con marca reconocida y penetración a nivel europeo en sus dos segmentos de especialidad y que cotiza en Europa**.

- Alto retorno sobre el capital empleado y alta capacidad de generación de caja.

Como se ha explicado, el retorno sobre las inversiones es muy elevado. Una clínica satélite nueva requiere un CAPEX de



entre 600.000€ y 800.000€ aproximadamente y una quirúrgica de entre 2.000.000€ y 2.500.000€. El CAPEX de mantenimiento anual es de alrededor de 13-14 millones de euros.

- Escasos competidores a nivel internacional en su nicho de especialización, mercados marcadamente atomizados y capacidad de alcance de cuota de mercado relevantes.

Clínica Baviera opera en un nicho de especialización dentro de la oftalmología en el que existen pocos competidores con presencia internacional significativa, lo que le permite diferenciarse por su enfoque en cirugía refractiva y corrección de presbicia. La **estructura de los mercados en los que está presente es, en general, muy fragmentada, con numerosos operadores locales y redes de clínicas independientes**, lo que genera oportunidades de consolidación y expansión para un grupo con escala, marca reconocida y capacidad financiera. Esta combinación de especialización y tamaño permite a Clínica Baviera alcanzar cuotas de mercado relevantes en sus segmentos principales, como ya se ha evidenciado en Alemania, donde es líder en cirugía refractiva y ocupa la segunda posición en presbicia. **La replicabilidad de su modelo de clínicas satélite, junto con la propiedad íntegra de sus centros y la estandarización de protocolos médicos, refuerza su capacidad para consolidar posiciones competitivas y escalar la presencia en nuevos mercados internacionales con un enfoque controlado y medible.**

- **Respaldado por uno de los grupos oftalmológicos más relevante de Asia.**

El 4 de agosto de 2017, Aier Eye International S.L.U., la filial europea de Aier Eye Hospital Group, uno de los mayores grupos oftalmológicos de Asia, adquirió el 86,83% del capital social pasando a convertirse en su accionista controlante. Posteriormente, el 4 de julio de 2018, esta participación se redujo hasta el 79,83%, y más recientemente, el 24 de mayo de 2024, descendió al 78,23% como consecuencia de una operación de adquisición de acciones propias por parte de la sociedad dominante. La presencia de Aier Eye Hospital Group en el capital refuerza el posicionamiento estratégico de Clínica Baviera, al tratarse de un grupo oftalmológico con una amplia red de hospitales y clínicas en Asia, experiencia en la gestión a gran escala de servicios oftalmológicos y un enfoque intensivo en estandarización clínica, formación médica e innovación tecnológica. Este respaldo no implica una integración operativa directa, pero sí aporta un accionista industrial con profundo conocimiento del sector, visión a largo plazo y capacidad para compartir mejores prácticas, lo que constituye un apoyo relevante para la estrategia de crecimiento y consolidación internacional del grupo.

- Incremento de free float.

Desde la entrada de Aier Eye Hospital Group en el capital de Clínica Baviera en 2017, con el control del 86,83% del capital tras la opa, la compañía ha ido dando pasos graduales para aumentar su *free float* y mejorar la liquidez bursátil. En 2018 se produjo una primera colocación privada en la que Aier redujo su participación en torno a siete puntos porcentuales, permitiendo la entrada de nuevos inversores institucionales, aunque el capital siguió muy concentrado.

En abril de 2025, el grupo llevó a cabo una colocación acelerada de 1,3 millones de acciones, equivalente a cerca del 8% del capital, lo que redujo la participación de Aier hasta el 74,83% y la de Vito al 6,83%, situando el *free float* en torno al 20%. Esta operación supuso un avance significativo en la apertura del capital al mercado del grupo.

Se trata de un negocio al que sí le afecta el ciclo económico. Dicho eso, en el pasado Clínica Baviera estaba presente solo en miopía y el crecimiento en presbicia ha reducido la ciclicidad.

IV EQUIPO DIRECTIVO CENTRADO EN LA CREACIÓN DE VALOR

En la estructura de gobierno actual, Eduardo Baviera Sabater, cofundador, ocupa el cargo de consejero delegado (CEO) y también el de vicepresidente del consejo de administración, representando la continuidad del equipo fundador en la gestión operativa. Dirige la compañía desde 1996 y ha liderado su expansión internacional. Los cofundadores mantienen a través de Vito Gestión Patrimonial el 6,83% de la compañía.

El consejo de administración de Clínica Baviera está compuesto mayoritariamente por representantes del accionista mayoritario, Aier Eye Hospital Group, así como directores independientes con experiencia en distintos ámbitos.

V DATOS FINANCIEROS RELEVANTES

Ha demostrado el claro éxito de su modelo de negocio tras incrementar ventas desde 99,8 millones de euros en 2017 hasta 262,7 millones de euros en 2024 (con un crecimiento medio like-for-like de en torno al 7%), con un margen sobre EBITDA que ha subido progresivamente desde el 18% en 2017 hasta el 29%.

Pensamos que la empresa logrará doblar su tamaño durante los próximos 7 años y que la rentabilidad para los inversores estará en línea con el crecimiento del negocio.



Texto legal: Este documento ha sido elaborado por Tenvalue Platform, S.L. (de aquí en adelante "Tenvalue").

Al preparar este documento, Tenvalue se ha basado y ha asumido, sin verificación independiente, la exactitud e integridad de toda la información disponible de fuentes públicas. Además, nada de lo contenido en el documento pretende ser una valoración de los activos, acciones o negocios de la compañía o de cualquier otra entidad.

Tenvalue no hace ninguna declaración sobre el valor real que puede recibirse en relación con una transacción ni los efectos legales, fiscales o contables de consumar una transacción. La información contenida en este documento no considera los efectos de una posible transacción que involucre un cambio de control real o potencial, que puede tener una valoración significativa y otros efectos.

Este documento solo pretende brindar información general sobre la empresa y no pretende formar la base de ninguna decisión de inversión para adquirir parte o la totalidad de los intereses, acciones o participaciones en la empresa. Este documento no puede interpretarse como una oferta o invitación a realizar una oferta para adquirir intereses o acciones de la empresa bajo ninguna jurisdicción. Los destinatarios de este documento deben asegurarse de cumplir con toda la legislación y normas de valores pertinentes que les puedan ser aplicables. No se realiza ninguna representación ni garantía (expresa o implícita), y no se debe confiar en la información contenida en este documento, y no se acepta responsabilidad alguna por los errores, omisiones o declaraciones erróneas contenidas en este documento y, en consecuencia, ni la empresa, ni los propietarios de la empresa, ni Tenvalue, ni ninguno de sus directores o empleados aceptan responsabilidad alguna que surja del uso de este documento.

Al aceptar este documento, acepta estar sujeto a las condiciones y limitaciones anteriores.

