



Informe de valuación

The London Tunnels Incorporated

Fecha de valuación: 31 de marzo de 2026

Fecha del informe: 26 de junio de 2026

Carta de envío

bizval Ltd
174 B-C Queenstown Road
Battersea, Londres, SW8 3NR
26 de junio de 2026

Angus Murray

a/c del Consejo de Administración

The London Tunnels Incorporated

Asunto: Valuación independiente - The London Tunnels Incorporated

Estimado Angus:

Nos complace remitirle por este medio nuestro informe de valuación independiente de The London Tunnels Incorporated y de su subsidiaria operativa London Tunnels Ltd (en conjunto, la “Compañía”), con fecha de valuación al 31 de marzo de 2026. Este informe fue elaborado por bizval Ltd conforme a la carta de contratación de fecha 30 de mayo de 2026.

El informe utiliza como enfoque principal la metodología de flujo de efectivo descontado (“DCF”), respaldada por un análisis de empresas comparables (“CCA”) y un análisis de transacciones comparables (“CTA”). Bajo el caso base del DCF, estimamos un valor de capital por acción de £3.43 para las acciones ordinarias de The London Tunnels Incorporated (rango de sensibilidad: £2.94–£3.78 por acción en el Escenario a la Baja y con -50 pb en el WACC), frente al precio de referencia actualmente negociado de £2.23 por acción, el cual se presenta únicamente como contexto dada la naturaleza de “matched-bargain” y la liquidez limitada de dicho precio de referencia.

La conclusión de la valuación está sujeta a que se acrediten y se cumplan la fecha de apertura prevista para el 1S 2028, la curva de incremento de visitantes, la estructura de costos, el programa de financiamiento y la economía del arrendamiento. La valuación asume que el arrendamiento es válido, exigible, cedible y comercialmente consistente con la economía prevista en los pronósticos de la administración. bizval no ha revisado el arrendamiento y cualquier condición desfavorable podría afectar de manera material el valor. Esta conclusión debe leerse junto con las limitaciones y supuestos establecidos en su totalidad en el informe adjunto.

Este informe es confidencial y se preparó exclusivamente para uso del destinatario, en relación con el propósito descrito en la carta de contratación. No podrá reproducirse, distribuirse ni ser utilizado por terceros sin el consentimiento previo y por escrito de bizval Ltd. No constituye asesoría de inversión, una opinión de equidad (“fairness opinion”) ni una oferta para comprar o vender valores.

Quedamos a su disposición para comentar el informe y sus hallazgos cuando le resulte conveniente.

Atentamente,



Graham Stephen

Director General
bizval Ltd



Steven Kay

Especialista en
valuación, bizval Ltd

Aviso Importante y Limitaciones

Naturaleza de este Informe

Este informe fue elaborado por bizval Ltd ("bizval") a solicitud de la persona destinataria, con el objetivo de presentar una valuación independiente de London Tunnels Incorporated ("London Tunnels" o la "Compañía") al 31 de marzo de 2026. El informe es confidencial y está destinado exclusivamente para uso de la persona destinataria. No podrá reproducirse, distribuirse ni utilizarse como sustento por ninguna otra persona sin el consentimiento previo y por escrito de bizval.

Este informe no constituye asesoría de inversión, un prospecto, una oferta para comprar o vender valores, ni una opinión de equidad. Las personas receptoras no deben basarse en las valuaciones aquí contenidas sin antes obtener asesoría profesional independiente, adecuada a sus circunstancias específicas.

Alcance y uso del informe

El análisis de bizval se basa en las siguientes fuentes; salvo que se indique lo contrario, ninguna ha sido auditada ni verificada de manera independiente por bizval:

- The London Tunnels Incorporated - Informe anual, ejercicio concluido el 31 de marzo de 2025
- London Tunnels Ltd - Estados financieros preliminares, ejercicio concluido el 31 de marzo de 2026 (KPMG, borrador no auditado)
- Valuación de activos RICS - London Tunnels Ltd, ref. 30330 (Vospers, marzo de 2026)
- ABN AMRO - Valuación indicativa de Kingsway Exchange / London Tunnels (17 de diciembre de 2025)
- The London Tunnels PLC - Prospecto
- Presentación para inversionistas - Introducción a Tunnels (mayo de 2026)
- Resumen ejecutivo (una cuartilla) de la administración - Resumen de valuación TLT (29 de mayo de 2026)
- Minutas de reuniones - Llamadas con la administración
- Información proporcionada por la administración de London Tunnels Ltd durante el encargo bizval no ha revisado la titularidad legal del arrendamiento, ni inspeccionado a detalle ningún programa de obra, ni revisado posibles acuerdos de administración con operadores, ni el contrato de arrendamiento entre London Tunnels Ltd y Exchange Tunnels Limited (el propietario del dominio, una parte relacionada). Un integrante del equipo de bizval realizó una visita limitada al sitio; sin embargo, esto no constituyó una revisión de debida diligencia técnica, estructural, legal ni de construcción.

La conclusión de valuación debe interpretarse considerando la estructura de financiamiento del desarrollo asumida por la administración, el programa de apertura en el 1S de 2028, la curva de crecimiento de visitantes, los supuestos de costos operativos, la ejecución de planeación y construcción, y la economía del arrendamiento reflejada en el modelo de proyección. Asimismo, la valuación asume que el arrendamiento es válido, exigible, cedible y comercialmente congruente con dichos supuestos de proyección. bizval no ha verificado de manera independiente la titularidad legal, los términos del arrendamiento, el programa de obra, la composición del capex, los acuerdos con operadores ni los resultados de planeación.

Independencia

bizval no tiene ningún interés financiero vigente en London Tunnels Incorporated, London Tunnels Ltd, sus accionistas ni en ninguna contraparte mencionada en este informe. bizval no ha fungido como asesor financiero de London Tunnels en relación con ningún levantamiento de capital, desinversión o transacción corporativa. Este informe se elabora en condiciones de plena independencia (arm's length).

1. Resumen ejecutivo

Conclusión de valuación

La valuación principal de bizval para The London Tunnels Incorporated (TLT Holdings) se sustenta en un modelo de flujo de efectivo descontado (DCF), con un WACC de 11.83% y una tasa de crecimiento terminal de 2%. Bajo los supuestos del caso base, el DCF arroja un valor de la empresa de £305m y un valor del capital de £242m, equivalentes a £3.43 por acción, frente al precio de referencia actualmente negociado de £2.23 por acción. Esta comparación se presenta únicamente como contexto, dada la naturaleza de operación por “matched-bargain” y la liquidez limitada del precio de referencia. En un Caso a la Baja y con sensibilidad de -50pbs en el WACC, el rango por acción es de £2.94–£3.78.

Resumen de valuaciones

Método	VE	Capital	Por acción	Notas / Base
DCF, caso a la baja	£270m	£208m	£2.94	WACC 12.00%; retraso de 6 meses (T3 2028); 10% menor afluencia de visitantes; £62m de deuda neta
DCF, caso base (principal)	£305m	£242m	£3.43	WACC 11.83%; apertura en 1S 2028; supuestos actuales supuestos
DCF, escenario al alza	£483m	£421m	£5.95	WACC 10.00%; +10% de visitantes; retail incluye ingresos
CCA, 7.6x EBITDA 2032	£535m	£473m	£6.69	Mediana de comparables listados 7.62x (FUN, PRKS, CDA); EBITDA 2032 £70.4m
CTA, 8.8x EBITDA 2032	£620m	£558m	£7.89	DealStats y una selección de transacciones de ocio / atracciones ; comparabilidad directa limitada.
NAV, Valor razonable	£53m	£37m	£0.53	Arrendamiento a 125 años £51.35m (Vospers, mar 2026); piso de valor del activo
NAV, Capital contable	£25m	£25m	£0.35	Estados financieros preliminares (mar 2026)
Precio de cotización actual (referencia)	—	—	£2.23	Operación pactada; junio de 2026

2. Enfoque y metodología de valuación

bizval ha aplicado tres metodologías: un análisis de flujo de efectivo descontado (DCF) como método principal de valuación, respaldado por un análisis de empresas comparables (CCA) y un análisis de transacciones comparables (CTA). Se presenta un análisis de valor neto de los activos (NAV) como piso de activos y no refleja el valor como negocio en marcha.

El DCF es el método principal porque London Tunnels es un negocio en etapa de desarrollo, aún sin ingresos. Los enfoques basados en múltiplos requieren una base de EBITDA operativo; aplicarlos al EBITDA actual o de corto plazo daría resultados engañosos. El DCF incorpora todo el valor del dinero en el tiempo durante la fase de desarrollo, el periodo de aceleración (ramp-up) y la etapa estable final. El CCA y el CTA se aplican al EBITDA proyectado de 2032, el primer año completo con operaciones casi en estado estable. Funcionan como valores de referencia en una etapa de madurez y no como conclusiones de valor razonable a la fecha; por ello, no se descuentan a la fecha de valuación. Su uso adecuado es como verificación cruzada del DCF cuando el negocio alcance madurez operativa, no como indicadores de valor presente.

Todos los cálculos del DCF usan la convención de descuento a mitad de año, ya que los flujos de efectivo se reciben a lo largo de cada periodo y no solo al cierre del año. El valor terminal se calcula con un Modelo de Crecimiento de Gordon aplicado al flujo de efectivo libre no apalancado normalizado del año 10. El valor de la empresa se convierte en valor del capital (equity) al restar la deuda financiera neta de £62m. El valor del capital se divide entre 70.7m acciones en circulación para obtener el valor por acción.

3. Descripción general de la empresa

El negocio

London Tunnels Ltd propone desarrollar y operar una atracción turística permanente dentro de una red de túneles en desuso de la época de la Segunda Guerra Mundial, bajo Chancery Lane, London WC2. Los túneles funcionaron como centro de comunicaciones del gobierno durante la guerra. La atracción propuesta contempla una experiencia histórica inmersiva, un bar y áreas de alimentos y bebidas, además de posibles operaciones de tienda, eventos y patrocinios. La administración apunta a una apertura en el 1S 2028, con recorridos adicionales tipo “Explorer” durante la etapa de construcción.

En el escenario base, la suposición de visitantes alcanza aproximadamente 2.35 millones al año para 2032, lo que representa un nivel cercano al estado estable. El pico proyectado es de alrededor de 2.65 millones de visitantes en 2035. El precio base del boleto de £37 (en términos de 2028) se ubica por debajo de experiencias premium comparables en Londres, como la Torre de Londres (£33), el London Eye (£32–38), y de forma considerable por debajo de atracciones inmersivas como The Crystal Maze (£50–80). Dado su formato único de patrimonio subterráneo, la atracción no cuenta con un comparable directo listado.

Estructura corporativa y tenencia

TLT Holdings (The London Tunnels Incorporated, Islas Caimán) es la entidad holding. La subsidiaria operativa es London Tunnels Ltd (Inglaterra y Gales). El arrendamiento por 125 años sobre los túneles está en manos de London Tunnels Ltd, bajo un contrato otorgado por Exchange Tunnels Limited, el propietario del dominio pleno (freehold). Exchange Tunnels Limited es una parte relacionada controlada por Angus Murray, quien además es el accionista mayoritario (~80%) y director de TLT Holdings. bizval no ha revisado los términos del arrendamiento, incluyendo la renta anual, el uso permitido, los derechos de cesión y las cláusulas de terminación anticipada.

Estructura de capital

Concepto	£000s	Notas
Deuda con BT	2,000	Obligación con BT
Línea de deuda para desarrollo	46,000	Supuesto de modelación proporcionado por la administración
Préstamos de accionistas	14,000	Parte relacionada (A. Murray)
Deuda financiera neta	62,000	Utilizado en el puente de capital
Acciones en circulación (000s)	70,714	70.714 millones de acciones

4. Valuación por Flujo de Efectivo Descontado

Metodología

El modelo DCF proyecta el flujo de efectivo libre sin apalancamiento (UFCF) a diez años (2026–2035) y calcula un valor terminal al año 10 mediante el Modelo de Crecimiento de Gordon. El UFCF se obtiene así: EBITDA menos depreciación y amortización, menos impuestos sobre el EBIT, más D&A reintegrada, menos gasto de capital, menos la variación en el capital de trabajo neto. El valor terminal usa una tasa de crecimiento de largo plazo de 2.0%, en línea con el objetivo de inflación (CPI) del Banco de Inglaterra. Todos los flujos se descuentan con el WACC aplicado de 11.83%.

Desglose del Valor Presente y Puente a Capital

Bajo el escenario base, el valor presente de los flujos de efectivo del periodo proyectado (2026–2035) es de aproximadamente £100m y el valor presente del valor terminal es de aproximadamente £205m, lo que da un valor total de la empresa de £305m. La alta proporción del valor en el valor terminal (~67%) es común en negocios en etapa de desarrollo y refleja que los costos de desarrollo se concentran al inicio, mientras que la generación de efectivo se materializa más adelante.

Concepto	£000s	Notas
VP de los FCL proyectados (2026–2035)	~100,000	Descontado a un WACC de 11.83%
VP del valor terminal	~204,500	Crecimiento Gordon; g 2.0%; descontado al año 10
Valor de la empresa	304,509	
Menos: deuda financiera neta	(62,000)	BT £2m + deuda de desarrollo £46m* + préstamos de accionistas £14m
Valor del capital	242,509	
Acciones en circulación (000s)	70,714	
VALOR POR ACCIÓN, ESCENARIO BASE	£3.43	WACC 11.83%; g 2.0%; descuento a mitad de año

**Dado que la línea de financiamiento para desarrollo por £46m no se había dispuesto por completo a la fecha de valuación, el valor del capital reportado debe interpretarse como un valor pro forma del capital después del fondeo, bajo la estructura de financiamiento asumida por la administración. Estructuras alternativas —incluido financiamiento con capital, instrumentos convertibles, disposición diferida de la deuda o condiciones distintas de la deuda— podrían modificar de forma significativa el valor por acción. Este tratamiento busca mostrar el valor atribuible al capital ordinario bajo la estructura de financiamiento asumida como ya completada, y no un puente del balance a la fecha de valuación basado únicamente en la deuda dispuesta al 31 de marzo de 2026.*

5. Supuestos del pronóstico

Fuentes de ingresos

En el escenario base, los ingresos provienen de cuatro fuentes: boletos de la experiencia principal, bar y alimentos y bebidas, y tours de exploración previos a la apertura (solo 2026–2027). El sistema también contempla retail, funciones y eventos, y patrocinios, pero en el escenario base se dejan desactivados, ya que estas fuentes no están confirmadas y representan un potencial adicional puntual. Precios clave: boleto de la experiencia principal £37 en 2028 con inflación anual de precios del 2%; gasto promedio en bar £11.67 por visita (2028); tours de exploración previos a la apertura £25 por boleto.

Escalamiento de visitantes

Visitantes (000s)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Previo a la apertura tour de exploración visitantes	150	350	0	0	0	0	0	0	0	0
Principal experiencia visitantes	0	0	600	1 200	1 700	2 100	2 350	2 500	2 580	2 650
Visitantes del bar	50	140	240	480	680	750	750	750	750	750
TOTAL ANUAL VISITANTES	200	490	840	1 680	2 380	2 850	3 100	3 250	3 330	3 400

En el escenario base, la estimación de visitantes alcanza aproximadamente 2.35 millones de visitantes de la experiencia principal para 2032, lo que representa un nivel cercano al estado estable. El pico proyectado es de aproximadamente 2.65 millones de visitantes en 2035. Ambas cifras se ubican por debajo de la Torre de Londres (~2.9m) y el London Eye (~3.5m). La curva de crecimiento de visitantes refleja un incremento gradual desde 600 mil en el año de apertura, conforme la marca se consolida.

Supuestos de costos operativos

La tabla de abajo presenta las principales partidas de costos operativos en £000s para cada año del pronóstico.

OPERACIÓN COSTOS — Gastos de administración y ventas (£000s)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Operador cuota de gestión	-	-	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)
Operador participación en ingresos (30% por encima del umbral)	(1 300)	(3 115)	(300)	(600)	(1 109)	(1 123)	(1 077)	(837)	(708)	(805)

Exhibición y contenido	(1 000)	(1 000)	(8 000)	(3 000)	(3 000)	(3 000)	(8 000)	(3 000)	(3 000)	(3 000)
Personal	(500)	(900)	(1 700)	(2 000)	(2 200)	(2 500)	(2 500)	(2 750)	(2 750)	(3 000)
Marketing y RP	(433)	(1 558)	(4 500)	(6 120)	(7 370)	(8 257)	(8 805)	(8 943)	(9 389)	(9 815)
Inmueble y ocupación	-	(1 000)	(3 500)	(4 000)	(4 080)	(4 162)	(4 245)	(4 330)	(4 417)	(4 505)
Reparaciones y mantenimiento	-	-	(750)	(1 000)	(1 500)	(2 000)	(2 040)	(2 081)	(2 122)	(2 165)
Otros costos operativos	(400)	(400)	(800)	(1 200)	(1 600)	(1 640)	(1 673)	(1 706)	(1 740)	(1 775)
TOTAL DE GASTOS DE VENTA, GENERALES Y ADMIN.	(3 633)	(7 973)	(23 550)	(21 921)	(24 859)	(26 682)	(32 341)	(27 648)	(28 126)	(29 064)

Gasto de capital

El capex total de desarrollo se modela en £64m: £10m en 2026, £34m en 2027 y £20m en 2028, durante la fase final de adecuación. Tras la apertura, el capex de mantenimiento es de £1m al año de 2029–2033 y de £2m de 2034–2035. La cifra de £64m proviene de la administración. La valuación RICS de Vospers (marzo de 2026) hace referencia a un costo total de desarrollo de aproximadamente £88m. El plan operativo actual de la administración se basa en la cifra menor de £64m; la diferencia podría reflejar rubros fuera del alcance actual de la administración. bizval no ha verificado de manera independiente la composición de ninguna de las dos estimaciones ni ha conciliado ambas cifras, y se recomienda a los lectores solicitar a la administración una aclaración sobre el sustento de la cifra de £64m antes de basarse en ella.

Referencias comparativas de visitantes del sector

La tabla siguiente da contexto al supuesto de visitantes del caso base frente a atracciones seleccionadas de Londres y del Reino Unido.

Atracción	Ubicación	Anual Visitantes	Boleto Precio	Notas
El Museo Británico	Londres	~6.2m	Gratis	La atracción más visitada del Reino Unido en 2024
Galería Nacional	Londres	~5.5m	Gratis	DCMS 2024
La Torre de Londres	Londres	~2.9m	£33	Historic Royal Palaces
El London Eye	Londres	~3.5m	£32–38	Merlin Entertainments
Historia Natural Museo	Londres	~4.7m	Gratis	DCMS 2024
Alton Towers	Reino Unido	~2.0m	£30–55	Merlin Entertainments
London Tunnels, pico del caso base	Londres	2,650k	£37 (2028)	Caso base; conservador en comparación con atracciones premium de Londres

6. Cálculo del WACC

El WACC aplicado de 11.83% se obtiene usando el CAPM para el costo de capital, incorporando una prima por iliquidez de 0.50% para reflejar que la Compañía está en etapa de desarrollo. A continuación se muestra el desglose del WACC.

Componente	Valor	Fuente / Cálculo
A. COSTO DE CAPITAL, CAPM		
Tasa libre de riesgo (Rf)	3.90%	Rendimiento del Gilt del Reino Unido a 10 años; Banco de Inglaterra, junio de 2026
Prima de riesgo de capital (ERP)	3.20%	Damodaran, ERP implícita para Reino Unido, enero de 2026
Beta apalancada (β)	1.90	Beta de comparables reapalancada + prima por etapa de desarrollo
Riesgo por empresa pequeña / riesgo específico (SFRP)	4.50%	Listada en AIM; sin ingresos; activo único; mercado poco líquido
Costo del capital (Ke)	14.48%	= 3.9% + (1.90 × 3.2%) + 4.5%
B. COSTO DE LA DEUDA		
Costo de la deuda antes de impuestos (Kd)	7.30%	Deuda bancaria para desarrollo ~7.0%; préstamos de accionistas 10.0%; mezcla ponderada
Tasa de impuesto (t)	25.0%	Tasa principal del impuesto corporativo del Reino Unido
Costo de la deuda después de impuestos (Kd*)	5.475%	= 7.3% × (1 – 25%)
C. ESTRUCTURA DE CAPITAL		
Peso del capital (We)	65.0%	Estructura objetivo en estado estable; consistente con el sector pares
Peso de la deuda (Wd)	35.0%	
D. CÁLCULO DEL WACC		
WACC CAPM (antes de iliquidez)	11.33%	= 14.48% × 65% + 5.475% × 35%
Prima por iliquidez	0.50%	Acción AIM en etapa de desarrollo; solo operaciones por negociación directa; baja flotación
WACC APLICADO	11.83%	= 11.33% + 0.50%
E. REFERENCIAS		
Recreación / entretenimiento listados maduros en el Reino Unido	9.0%	Indicativo; ver el grupo de pares abajo
Proyecto en el Reino Unido en desarrollo, sin ingresos rango indicativo por criterio	11–13%	Rango indicativo que refleja un solo activo, sin ingresos y el perfil de riesgo de etapa de desarrollo.

7. Análisis de escenarios

Se modelan tres escenarios. El escenario a la baja es el principal caso de estrés. Integra un conjunto moderado de presiones simultáneas: un retraso de 6 meses en la apertura, un faltante de 10% de visitantes en todos los años y un aumento de 17 pb en el WACC, en lugar de modelar un solo evento aislado. El escenario a la baja no pretende representar un fracaso total, la no apertura, un financiamiento materialmente dilutivo ni un caso severamente adverso de planeación/construcción. El escenario al alza es únicamente al alza y no debe presentarse como caso central.

- **Escenario a la baja:** WACC 12.00% (+17 pb); retraso de 6 meses (apertura en T3 de 2028); faltante de 10% de visitantes en todos los años; el resto de los supuestos sin cambios. Resulta en £2.94 por acción, 32% por encima del precio de referencia actual de £2.23.
- **Escenario base:** WACC 11.83%; apertura en 1S de 2028; supuestos actuales de visitantes y costos. Se excluyen retail, funciones, eventos y patrocinios. Resulta en £3.43 por acción.
- **Escenario al alza:** WACC 10.00% (reflejando la reducción de riesgos posterior a la construcción); +10% de visitantes; se activan los ingresos de retail. Resulta en £5.95 por acción.

La tabla siguiente muestra los ingresos y el EBITDA en los tres escenarios para 2027–2035. El EBITDA en el año de apertura del escenario base (2028) es de £2.4m, lo que refleja el alto costo del programa inaugural de exposiciones frente a un año parcial de ingresos por visitantes.

£000s	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
ESCENARIO A LA BAJA:									
Ingresos	10,180	15,001	45,902	66,327	82,570	93,232	100,612	105,624	110,415
EBITDA	4,796	(6,567)	21,541	39,386	48,280	61,673	68,038	72,420	72,120
Margen EBITDA	47.1%	-43.8%	46.9%	59.4%	58.5%	66.2%	67.6%	68.6%	65.3%
CASO BASE:									
Ingresos	10,180	25,001	51,002	73,697	91,744	103,591	111,791	117,360	122,683
EBITDA	4,796	2,388	25,934	45,707	55,533	70,414	77,487	82,355	82,022
Margen EBITDA	47.1%	9.6%	50.8%	62.0%	60.5%	68.0%	69.3%	70.2%	66.9%
CASO AL ALZA:									
Ingresos	10,180	27,501	56,107	81,067	101,918	125,727	136,071	143,098	150,338
EBITDA	4,796	4,088	29,793	52,118	62,882	80,913	89,135	94,838	94,608
Margen EBITDA	47.1%	14.9%	53.1%	64.3%	61.7%	64.4%	65.5%	66.3%	62.9%

8. Análisis de Sensibilidad

La tabla de abajo muestra el valor por acción bajo los supuestos operativos del caso base, a lo largo de un rango de combinaciones de WACC y tasa de crecimiento terminal (g). Se resalta la intersección del caso base (11.83% / 2.0%).

WACC	g = 1.0%	g = 1.5%	g = 2.0%	g = 2.5%	g = 3.0%
9.00%	£5.42	£5.75	£6.12	£6.55	£7.05
10.00%	£4.42	£4.65	£4.92	£5.22	£5.57
11.00%	£3.63	£3.81	£4.00	£4.22	£4.46
Base 11.83%	£3.12	£3.26	£3.43	£3.59	£3.78
13.00%	£2.48	£2.58	£2.69	£2.82	£2.95

Observaciones:

- **Sensibilidad del DCF:** Con 13% de WACC / 1% de crecimiento terminal, el modelo arroja £2.48 por acción, 11% por encima del precio de referencia actual de mercado, bajo los supuestos operativos del caso base. Este resultado de sensibilidad debe leerse de forma acotada: solo refleja variaciones en el WACC y en la tasa de crecimiento. No incorpora riesgo de ejecución, riesgo de financiamiento, emisión dilutiva de capital, riesgo de permisos de planeación, sobrecostos de construcción, riesgos de arrendamiento o de titularidad, bajo desempeño del operador, ni ningún escenario en el que la apertura no se lleve a cabo. La tabla de sensibilidad no es un piso a la baja.
- **Escenario con 10% de WACC:** Una compresión del WACC a 10% podría ser alcanzable después de la construcción si se reducen los riesgos relevantes de desarrollo, financiamiento y operación.
- **WACC de 9% (sector maduro):** En £6.12, se acerca al múltiplo CCA de £6.69; en términos generales es consistente. La brecha restante refleja la diferencia entre un DCF con WACC de 9% y un múltiplo estático de 7.6x aplicado en madurez.
- **Sensibilidad al crecimiento terminal:** El valor es más sensible al WACC que a g; un cambio de 100 pb en el WACC tiene aproximadamente un impacto por acción de 2 a 3 veces el de un cambio de 50 pb en g.

9. Análisis de Compañías Comparables (CCA)

El CCA aplica múltiplos de valuación de mercado de empresas cotizadas de ocio y atracciones al EBITDA proyectado de London Tunnels. Dada la etapa de desarrollo de la Compañía, los múltiplos del CCA se aplican al EBITDA de 2032, el primer año completo de operación en un nivel cercano al estado estable, en lugar de utilidades LTM o NTM.

Empresa	Clave	VE/EBITDA	VE/Ingresos
Six Flags Entertainment	FUN:NYSE	8.8x	2.47x
United Parks & Resorts	PRKS:NYSE	7.6x	2.35x
Compagnie des Alpes	CDA:EPA	4.6x	1.34x
Puntos de referencia de atracciones independientes (no comparables listados)	Solo como contexto, no como comparables directos de mercado		
Skydeck Chicago (Willis Tower)	Privada	~11x	~8x
Mediana de comparables listados	—	7.6x	2.35x
Múltiplo CCA aplicado (bizval)	—	7.6x	—

Resultado de valuación por CCA

Concepto	7.6x (CCA)	8.8x (CTA)
EBITDA 2032	£70.4m	£70.4m
Valor de la empresa	£535m	£620m
Menos: deuda neta	(£62m)	(£62m)
Valor del capital	£473m	£558m
Por acción	£6.69	£7.89

Nota: los resultados de CCA y CTA son valores de referencia en etapa de madurez, con base en el EBITDA proyectado para 2032. No representan conclusiones del valor razonable actual y no se han descontado a la fecha de valuación. Indican el valor del capital que el negocio podría sostener una vez que esté en operación y des-riesgado. La conclusión del valor razonable actual es el caso base del DCF de £3.43 por acción, que refleja el valor del tiempo completo de las fases de desarrollo y puesta en marcha.

10. Análisis de Transacciones Comparables (CTA)

El CTA analiza transacciones de control en el sector europeo de ocio y atracciones. Por lo general, los múltiplos de adquisición superan a los múltiplos de mercado en 15–30% (prima de control), lo que respalda que el múltiplo aplicado de 8.8x sea razonable para un escenario de comprador estratégico.

Transacción	Año	EV/EBITDA	EV/Ingresos	Prima
Adquisición de Merlin Entertainments por Blackstone	2019	~12.0x	—	Control
Kentucky Kingdom (parque de diversiones)	1997	8.77x	2.95x	—
Peak Resorts (centros de ski)	2019	10.64x	2.80x	—
ClubCorp (clubes de golf y campestres)	2017	11.05x	2.02x	Control
Mediana del subconjunto seleccionado (3 transacciones)	—	10.64x	—	—
Mediana de transacciones	—	~10x	—	—
Múltiplo CTA aplicado (bizval)	—	8.8x	—	—

El CTA se usa únicamente como una verificación secundaria. El conjunto de transacciones tiene comparabilidad directa limitada por diferencias en geografía, tipo de activo, modelo operativo, fecha de la transacción y características de control. En consecuencia, al CTA se le asigna un peso probatorio menor que al DCF.

11. Análisis del Valor Neto de los Activos

El análisis del NAV ofrece únicamente un punto de referencia basado en activos, calculado a partir del valor razonable de los activos de la Compañía menos los pasivos financieros. No incorpora el valor como negocio en marcha, ni riesgos de ejecución o de calendario, ni la liquidez o los costos de realización.

Concepto	Valor
Derecho de arrendamiento, valor razonable (arrendamiento a 125 años de Exchange Tunnels Ltd)	£51.35m
Total de activos a valor razonable	£53.35m
Menos: deuda de BT	(£2m)
Menos: préstamos de accionistas	(£14m)
Total de pasivos financieros	(£16m)
NAV, VALOR RAZONABLE	£37.35m
Por acción	£0.53
Capital contable (borrador mar 2026)	£25m

El puente de capital del DCF descuenta una deuda neta total de £62m, integrada por la deuda para adquirir el arrendamiento de BT (£2m), la línea de financiamiento para el desarrollo (£46m) y los préstamos de accionistas (£14m). Se incluye la línea de desarrollo porque el modelo DCF asume que se dispondrá por completo para financiar la construcción; los UFCF negativos de 2026–2028 representan la salida de efectivo cubierta con esas disposiciones. En la tabla de NAV, la cifra de capital contable (£25m según los estados financieros preliminares de KPMG) refleja el balance al 31 de marzo de 2026, fecha en la que la línea de desarrollo aún no se había utilizado en su totalidad. Por ello, ambas presentaciones son coherentes: el DCF descuenta la deuda total que se espera disponer; el NAV refleja el saldo efectivamente dispuesto a la fecha de los estados financieros. Se recomienda a los inversionistas considerar que, si la línea de desarrollo no se utiliza (por ejemplo, si se consigue financiamiento alternativo), el descuento de deuda neta en el puente del DCF tendría que ajustarse en consecuencia.

12. Escalada de la valuación

La tabla de abajo muestra cómo evoluciona el valor del capital por acción conforme se acorta el horizonte de proyección y se va disipando el riesgo de construcción. La metodología es un “roll-forward” de DCF: en cada fecha futura, el valor empresarial implícito se obtiene llevando hacia adelante el VE del caso base a la WACC (11.83%) y restando el UFCF real pronosticado que se consume en ese año. La deuda neta se mantiene constante en la cifra de la fecha de valuación de £62m solo para fines ilustrativos, aunque disminuiría conforme se amortice la deuda. Este análisis no es una trayectoria proyectada del precio de la acción ni un pronóstico de rendimientos de inversión. Es un “roll-forward” mecánico de DCF únicamente bajo el Caso base y asume que el Caso base se mantiene vigente en cada fecha futura.

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Empresa Valor (£m)	£305m	£350m	£422m	£489m	£528m	£556m	£581m	£597m	£610m	£621m
Deuda neta (£m, mantenida constante)	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m	£62m
Capital Valor (£m)	£243m	£288m	£360m	£427m	£466m	£494m	£519m	£535m	£548m	£559m
Por acción	£3.43	£4.07	£5.09	£6.04	£6.59	£6.99	£7.34	£7.56	£7.75	£7.91

Hitos clave en la escalada de valor:

- **2026 (£3.43):** Se incorpora por completo la incertidumbre de construcción y del arranque. El WACC de 11.83% incluye una prima de riesgo de 4.5% para empresas pequeñas y un descuento de iliquidez de 0.5%, reflejando una estructura de capital en etapa de desarrollo.
- **2028 (£5.09):** Se absorben los años de obra; la atracción abre al público. El perfil de riesgo mejora de forma importante al pasar la incertidumbre de desarrollo a incertidumbre operativa. Valor implícito +48% vs. hoy.
- **2030 (£6.59):** Los volúmenes de visitantes se acercan al nivel estable; el EBITDA del caso base de £45.7m genera un FCF sólido y positivo. Valor aproximado de 2x el precio de referencia actual.
- **2032 (£7.34):** La operación madura; el negocio se asemeja más a un operador que cotiza. El descuento sobre el horizonte restante del pronóstico se reduce aún más.
- **2035 (£7.91):** Para entonces, se asume que la mayor parte del riesgo de desarrollo y arranque ya se ha disipado, y la valuación depende cada vez más del valor terminal.

13. Potencial al alza no contemplado en el caso base

El caso base es intencionalmente conservador. Los siguientes rubros se excluyen de esta valuación y representan fuentes puntuales de valor adicional.

Concepto de potencial al alza	Ingresos 2032 est.	EBITDA 2032 est.	A 9x: +EV / +ps	Base
Retail	£11.6m	£6.4m	+£58m / +£0.81	2,650k × 35% × £14.07; 45% COGS
Funciones y eventos	£3–8m	£2.5–6.8m	+£23–61m / +£0.32–0.86	Renta para eventos privados/corporativos; espacios comparables en Londres sedes
Patrocinios	£1–5m	£0.9–4.5m	+£8–41m / +£0.11–0.58	Derechos de nombre, activations de marca y acuerdos de contenido
WACC compresión 11.83%→9%	—	—	+£194m / +£2.73	DCF con WACC de 9% (sector maduro): £6.12/acción
Potencial adicional de visitantes +10%	+£8.8m	~+£6.5m	+£58m / +£0.82	Alto apalancamiento operativo por visitantes adicionales
Pérdidas fiscales aprovechamiento	—	—	~+£4–8m / +£0.06–0.11	Pérdidas previas a la apertura ~£35m; DTA al 25%
Conservador combinado potencial al alza	~£27m	~£16m	+£2.00–3.50p/acc.	Retail + funciones (rango bajo) + WACC 10%

El factor individual de mayor potencial al alza es la compresión del WACC. La diferencia entre el valor intrínseco con 11.83% (£3.43) y con 9.0% (£6.12) es de £2.69 por acción, mayor que la estimación conservadora combinada de todos los elementos de alza del lado de ingresos. Esta compresión podría darse conforme el negocio avance en la construcción y las primeras operaciones, siempre que se reduzcan los riesgos clave de ejecución, financiamiento, planeación y operación.

14. Riesgos clave y medidas de mitigación

Riesgo	Probabilidad	Impacto	Detalle
Costo de construcción sobrecosto	Medio	Alto	RICS (mar 2026) señala asbesto azul; sin cuantificar. El escenario pesimista asume un sobrecosto de £12m. Se requiere validación independiente de un QS sobre el plan de costos completo.
Fecha de apertura, riesgo central	Alto	Alto	Calendario RICS ene 2027–jun 2029 (30 meses); la dirección apunta a 1S 2028, con una brecha de hasta 12 meses frente al calendario. Cada retraso de 6 meses reduce el capital (DCF) en aproximadamente £25–35m. El escenario a la baja está planteado en torno a un caso de retraso y representa la principal sensibilidad a la baja de la conclusión de valuación.
Autorización de planeación / S106	Medio	Alto	Aún no se ha recibido la autorización formal de planeación. S106 obligaciones en negociación. Un rechazo o condiciones demasiado gravosas podrían destruir valor.
Financiamiento / empresa en marcha	Medio	Alto	KPMG: énfasis de asunto, mar 2025. Efectivo £243k, mar 2025. No se ha confirmado una línea de desarrollo comprometida. El riesgo de ejecución para conseguir financiamiento vía capital o deuda es relevante.
Emisión dilutiva de capital / estructura de capital	Alto	Alto	Cualquier inversión estratégica (incluida Amazon) podría cambiar de forma material la estructura de capital y el valor por acción. Si se emiten £50m en capital a, o cerca de, el precio actual de mercado de £2.23/acción, se crearían aproximadamente 22.4m de acciones nuevas, diluyendo a los accionistas actuales en ~24% en términos por acción. El modelo asume que no hay capital nuevo y una estructura de capital fija. Cualquier desviación, incluida la de un socio estratégico, notas convertibles o nueva deuda, requerirá recalcular el DCF. Los accionistas actuales deberían buscar confirmación de que cualquier inversión esté estructurada para no ser dilutiva (p. ej., con prima sobre el valor del caso base, o como deuda pura) antes de comprometer capital.
Demanda de visitantes por debajo de lo previsto	Bajo-Medio	Medio	El escenario base, con un pico de 2,650k, es conservador frente a las atracciones de Londres. Sin embargo, el formato inmersivo subterráneo es novedoso; la incertidumbre en el pronóstico de la demanda es alta.
Desempeño del operador	Bajo	Medio	No se revisó el contrato del operador. La comisión de administración y la estructura de reparto de ingresos podrían no incentivar maximizar el volumen por encima del umbral.
Concentración de gobierno corporativo	Actual	Medio	Angus Murray ~80% accionista; préstamos a partes relacionadas al 10%; Exchange Tunnels Limited (propietario del inmueble, controlado por A. Murray) conserva la propiedad y otorga a TLT un arrendamiento por 125 años. Varias relaciones con partes relacionadas requieren revisión detallada.
Tasa de interés / refinanciamiento	Bajo	Bajo	Préstamos de accionistas al 10% anual. Si se refinancia a tasas comerciales después de la apertura, Kd podría bajar; sería moderadamente positivo para el capital.

15. Conclusión de la valuación

Las siguientes conclusiones se desprenden de la valuación independiente realizada por bizval de The London Tunnels Incorporated al 31 de marzo de 2026:

- **Caso base:** valor DCF por acción de £3.43, frente al precio de referencia actualmente negociado de £2.23 por acción. Esta comparación se incluye únicamente como contexto y no debe interpretarse como una recomendación de inversión ni como un objetivo de precio de mercado.
- **Caso a la baja:** valor DCF por acción de £2.94 bajo los supuestos adoptados. Este escenario combina un retraso de 6 meses, una caída de 10% en visitantes, WACC de 12% y deuda neta sin cambios de £62m. Es un caso de estrés combinado moderado y se presenta como el extremo inferior del rango de valuación.
- **Caso al alza:** valor DCF por acción de £5.95 bajo los supuestos adoptados. Este escenario requiere mayor afluencia de visitantes, activación de ingresos por retail y un WACC más bajo. Representa únicamente el potencial al alza y no debe presentarse como el caso central.

Los ingresos por retail se incluyen únicamente en el Caso al alza. Las funciones, eventos y patrocinios se excluyen de los tres escenarios DCF. Incorporar cualquiera de estas fuentes en los casos Base o a la baja incrementaría el EBITDA y el valor por acción en esos escenarios.

16. Fuentes y Referencias

Documentos Revisados

- The London Tunnels Incorporated, Informe anual, ejercicio concluido el 31 de marzo de 2025
- London Tunnels Ltd, Estados financieros preliminares, ejercicio concluido el 31 de marzo de 2026 (KPMG, borrador no auditado)
- Valuación de activos RICS, London Tunnels Ltd, ref. 30330 (Vospers, marzo de 2026)
- ABN AMRO, Valuación indicativa de Kingsway Exchange / London Tunnels (17 de diciembre de 2025)
- The London Tunnels PLC, Prospecto
- Presentación para inversionistas, Introducción a Tunnels (mayo de 2026)
- Resumen ejecutivo (una página) de la administración, Síntesis de valuación de TLT (29 de mayo de 2026)

AVISO LEGAL

Este informe fue elaborado por bizval Ltd (Núm. de empresa 15344318, Inglaterra y Gales) para el fin descrito en la carta de contratación firmada con fecha 30 de mayo de 2026. No constituye asesoría de inversión, un prospecto ni una oferta para comprar o vender valores. El informe se basa en información proporcionada por la administración y en fuentes de acceso público. bizval no ha verificado de manera independiente toda la información proporcionada y no asume responsabilidad alguna por las decisiones que se tomen. Todos los importes monetarios están expresados en Libras Esterlinas (GBP), salvo que se indique lo contrario.