

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Trading Companies & Distributors

Precio de Cierre: EUR 1,47 (31 jul 2023)

Fecha del informe: 1 ago 2023 (15:00h)

Resultados 6m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 6m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

GAM es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 16.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 75 delegaciones en 10 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (56 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>75%) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c.16%).

1S23: En línea, un crecimiento singular (+21,6%) que parece pasar desapercibido (PER 10x)

GAM MANTIENE EL CRECIMIENTO A DOBLE DÍGITO EN INGRESOS, AJENO AL CONTEXTO MACRO (+21,6% VS 1S22) ... y aupado por el M&A (Carretillas Mayor) que durante el 2T ha aportado EUR 8,2Mn (c.35% del crecimiento total vs 1S22). Encadena 6 trimestres creciendo >20% en ingresos. En concreto, cierra el período 6m23 con unos ingresos de EUR 130,7Mn (+21,6% vs 6m22). Si ponemos el foco en el 2T estanco, las ventas alcanzan los EUR 70,9Mn (+23,2% vs 2T22; +18,6% vs 1T23).

... DESTACANDO EL BUEN COMPORTAMIENTO DE SUS TRES LÍNEAS DE NEGOCIO: Por un lado: i) negocio recurrente, de largo plazo (+37,9% vs 1S22) que aporta una cartera contratada con ciclos medios de 4 años, alineado con la estrategia de integrarse en los procesos de sus clientes y ii) negocio sin CAPEX (+33% vs 1S22). Y por otro, el negocio de alquiler tradicional, que sigue ganando tracción (Ingresos: EUR 50,2Mn; +15,4% vs 1S22). Los negocios recurrentes y sin CAPEX siguen incrementando su peso sobre el mix de ingresos hasta el 61% (vs 59% en 1S22).

Y SIN PENALIZAR MÁRGENES (MG. EBITDA 1S23: 21,6% VS 21,8% 1S22). Parece evidente que la posición de liderazgo que mantiene GAM en España (c.75% de sus ingresos) le ha permitido traspasar los efectos de la inflación (gastos de personal: +23% y otros gastos de explotación: +15% vs 1S22) a sus precios, protegiendo sus márgenes y elevando el EBITDA rec. hasta EUR 28,3Mn (+20,3% vs 1S22).

EL CAPEX Y EL M&A ELEVAN EL NIVEL DE DEUDA POR ENCIMA DE LOS 220MN (VS EUR 179MN 2022). El crecimiento inorgánico (Impacto c. EUR 13,3Mn en cash flow 1S23) de Carretillas Mayor y el 50% restante de GAM Arabia, sumado al aumento significativo del CAPEX (EUR 43Mn vs EUR 24Mn en 1S22) por inversión en nueva maquinaria elevan la DN 1S23 hasta EUR 226,7Mn (DN/EBITDA 2023e 3,5x). Esperamos generación de FCF Rec. positivo ya desde 2024e.

UNA HISTORIA DE CRECIMIENTO RENTABLE QUE PARECE PASAR DESAPERCIBIDA POR EL MERCADO. Ante unos resultados en línea mantenemos estimaciones, en 2023e esperamos unos ingresos de EUR 275Mn (+21% vs 2022 y EBITDA de EUR 65,2Mn (+30% vs 2022). Un crecimiento que debería permitir "duplicar" el BN (EUR 13,5Mn vs EUR 7,7Mn en 2022). El cambio de modelo de negocio de GAM le ha llevado a sortear mejor (que en 2008) un entorno desfavorable como el actual. Pero lo más interesante sigue siendo que pese al buen comportamiento YTD (+38%) nuestras estimaciones 2023e implicarían un PER 23e 10x y 6x EV/EBITDA. GAM mantiene un diferencial de crecimiento +6p.p. TACC 23e-25e en EBITDA con sus competidores europeos (estimamos un EV/EBITDA 25e <5x). Todo apunta a una (potencial) buena idea de inversión. GAM demanda atención.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	139,1	153,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	388,2	428,0
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Min EUR)	1,52 / 1,28 / 1,03	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	4,1	
Factset / Bloomberg	GAM-ES / GAM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,0
Pedro Luis Fernández	5,8
Banco Santander	4,4
Free Float	21,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,6	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	225,8	274,2	302,2	326,8
EBITDA Rec.	50,2	65,2	75,4	82,9
% Var.	37,8	29,8	15,7	10,0
% EBITDA Rec./Ing.	22,2	23,8	24,9	25,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	19,5	11,4	7,8	8,9
Beneficio neto	7,7	13,5	18,9	26,0
BPA (EUR)	0,08	0,14	0,20	0,27
% Var.	193,3	75,0	40,3	37,3
BPA ord. (EUR)	0,07	0,14	0,20	0,27
% Var.	118,2	95,7	40,3	37,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-35,0	-1,3	6,9	10,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	179,5	210,9	204,0	193,2
DN / EBITDA Rec.(x)	3,6	3,2	2,7	2,3
ROE (%)	8,7	13,5	16,3	18,7
ROCE (%) ⁽⁵⁾	6,0	7,3	8,4	9,8

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	18,0	10,3	7,3	5,3
PER Ordinario	20,2	10,3	7,3	5,3
P/BV	1,5	1,3	1,1	0,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,72	1,42	1,28	1,19
EV/EBITDA Rec.	7,7	6,0	5,2	4,7
EV/EBIT	22,9	12,8	10,3	8,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	5,0	7,7

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	1,4	21,5	38,0	53,5	-20,9
vs Ibex 35	-0,5	-2,8	2,8	17,8	9,5	-19,0
vs Ibex Small Cap Index	-0,7	-1,8	16,0	22,2	13,9	-26,7
vs Eurostoxx 50	-1,6	-1,2	0,8	17,1	9,0	-37,6
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,8	-2,7	7,3	17,2	6,3	-41,6

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(* Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

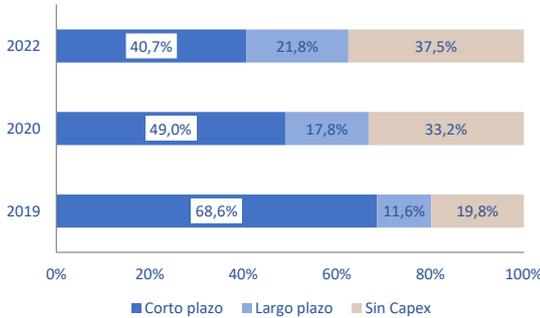
Resultados 6m 2023
Tabla 1. Resultados 1S23

EUR Mn	6m23		6m23 Real		2023e vs		2T23 vs
	Real	6m22	vs 6m22	2023e	2022	2T23	2T22
Corto plazo	50,2	43,5	15,4%	100,6	10,7%	26,8	15,0%
Largo plazo	32,0	23,2	37,9%	70,6	45,0%	17,2	39,8%
Sin Capex	48,5	40,8	18,9%	103,1	23,0%	26,9	22,3%
Total Ingresos	130,7	107,5	21,6%	274,2	21,4%	70,9	23,1%
EBITDA (Recurrente)¹	28,2	23,5	20,1%	65,2	29,8%	13,0	13,3%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,8%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>23,8%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>18,4%</i>	<i>-1,6 p.p.</i>
EBITDA¹	28,9	23,3	23,9%	65,2	29,8%	13,7	21,0%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,7%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>23,8%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>19,3%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
EBIT	11,2	7,1	57,5%	30,3	78,6%	7,0	42,6%
Beneficio Neto	4,0	2,4	68,4%	13,5	95,8%	3,1	21%
	12m22						
Deuda Neta	226,7	179,0	26,6%	210,9	7,5%		

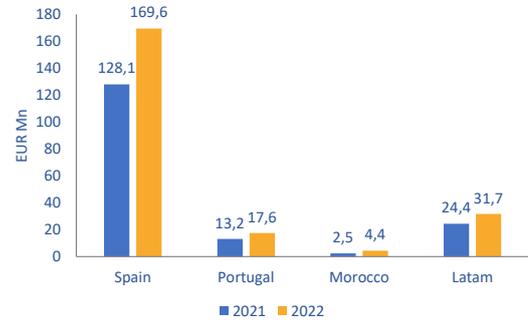
Nota 1: EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de ingresos por capitalización de gastos (EUR 5,1Mn en 1S23 y EUR 4,0Mn en 1S22).

La compañía en 8 gráficos

GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios recurrentes y sin Capex ya representan el 59% de las ventas



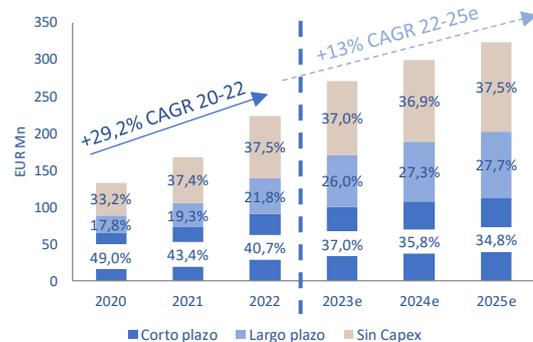
Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)



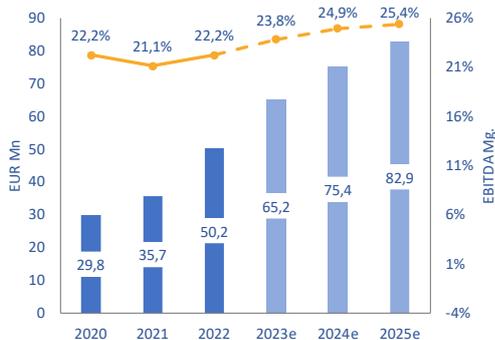
En 2023e estimamos un crecimiento de ingresos del +21% vs 2022 (impulsado por el M&A ya ejecutado)



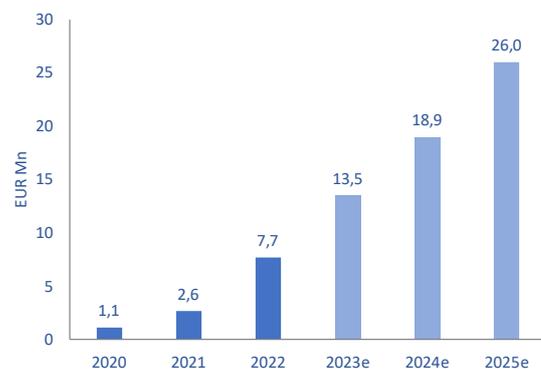
Los negocios recurrentes (de largo plazo) y sin Capex seguirán siendo los motores del crecimiento a m/p (+13,2% CAGR 2022-2025e)



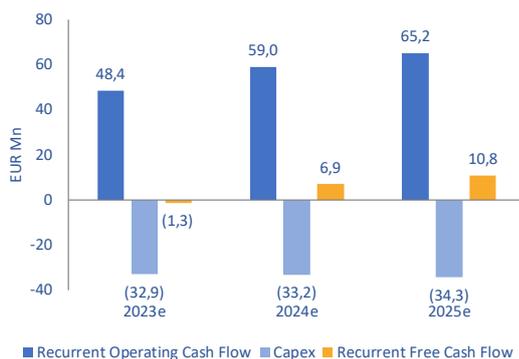
EBITDA 2022-2025e: +18% CAGR (22-25e), con mejora de márgenes



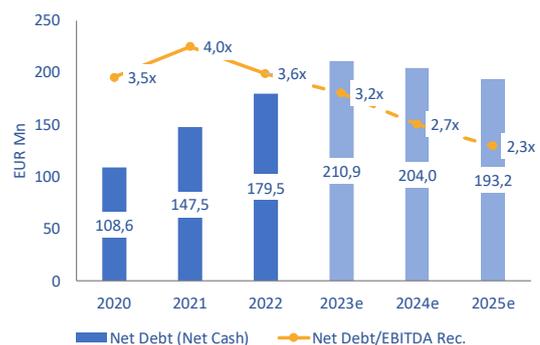
A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto



Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF



Y, pese al M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 3,5x DN/EBITDA



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(20,6)	18,2	21,7	460,3			
Market Cap	139,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	226,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,7%	Ke = Rf + (R * B)			9,6%	12,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	38,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	62,0%	D			=	=	
WACC	6,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,2%	7,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
Ashtead Group	AHT-GB	29.463,5	16,5	12,0%	8,2	9,9%	3,8	9,5%	45,9%	1,9%	40,7%
VP	VP-GB	263,6	7,1	5,1%	3,7	4,5%	1,1	3,4%	28,7%	10,4%	-2,5%
Speedy Hire	SDY-GB	198,3	7,0	8,8%	3,4	4,4%	0,8	4,7%	23,8%	8,4%	25,4%
HSS Hire Group	HSS-GB	124,2	6,5	6,3%	2,7	3,4%	0,6	3,5%	21,1%	4,0%	n.a.
Europa			9,3	8,0%	4,5	5,5%	1,5	5,3%	29,9%	6,2%	21,2%
United Rentals	URI-US	28.778,4	11,6	7,8%	6,5	3,5%	3,1	4,3%	47,9%	6,6%	17,2%
Herc Rentals	HRI-US	3.433,8	10,0	9,9%	5,4	9,4%	2,4	9,4%	44,7%	n.a.	n.a.
H&E Equipment S.	HEES-US	1.602,9	11,2	15,8%	5,0	7,4%	2,3	8,4%	45,5%	n.a.	n.a.
USA			10,9	11,2%	5,6	6,8%	2,6	7,4%	46,0%	6,6%	17,2%
GAM	GAM-ES	139,1	10,3	38,8%	6,0	12,8%	1,4	9,2%	23,8%	n.a.	53,1%

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	27,4%	82,9	4,7x
Central	24,9%	75,4	5,2x
Min	22,4%	67,8	5,7x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

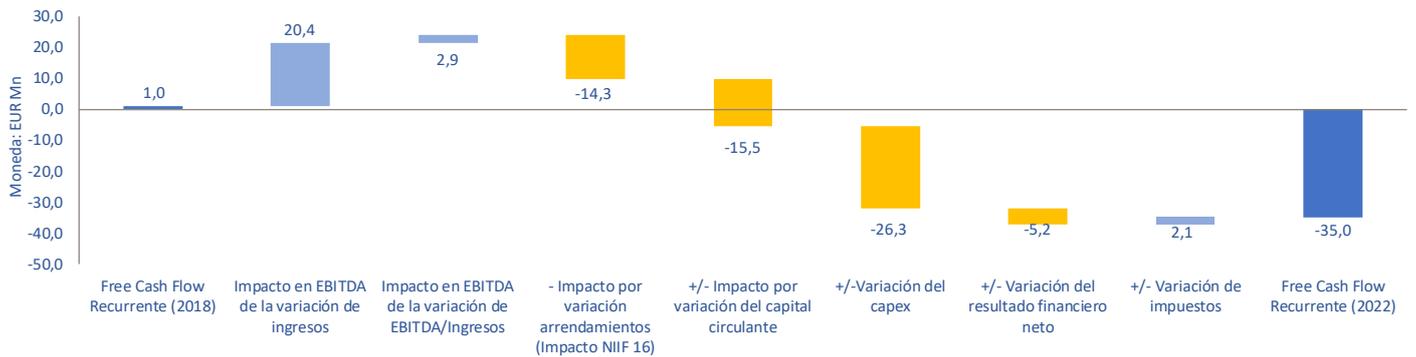
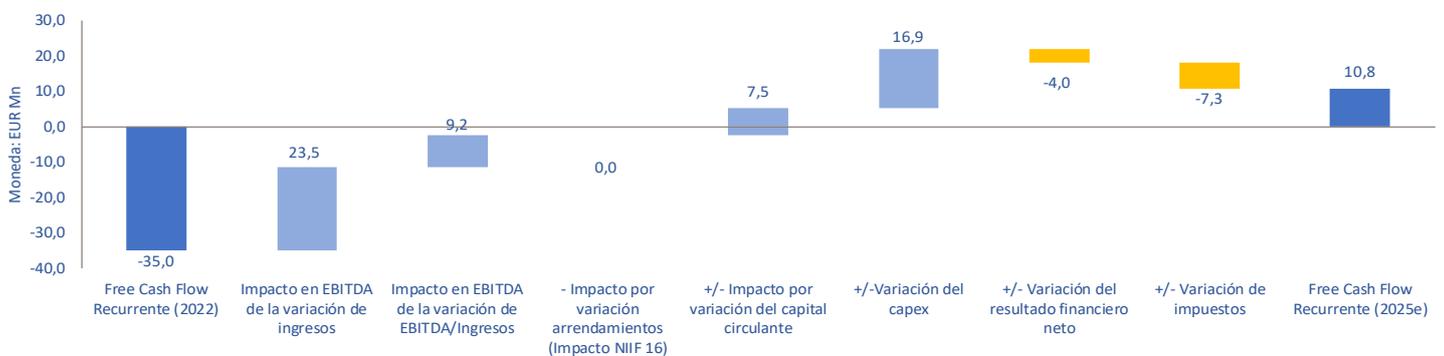
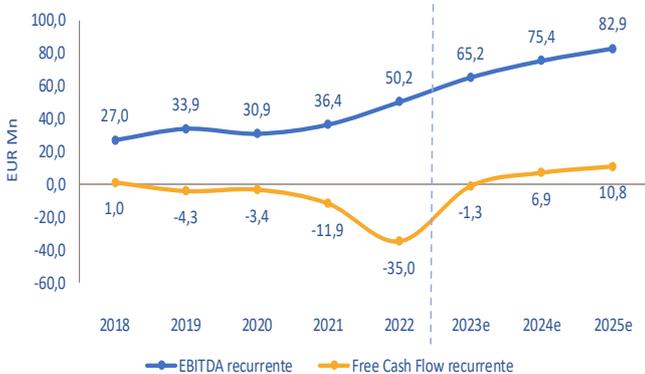
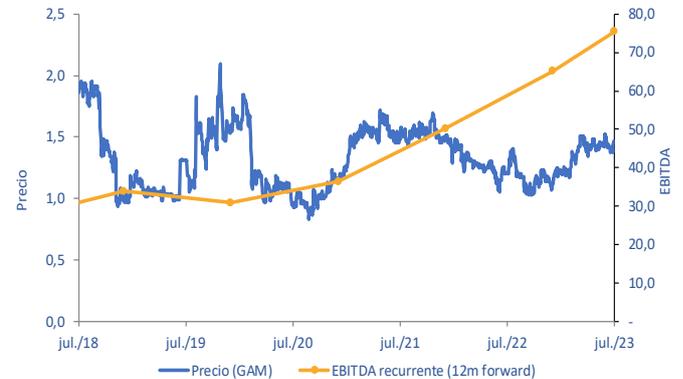
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	9,9%	11,0%		12,1%	Max	12,8%
82,9	17,8	14,5	11,1	Central	7,4%	5,0%	2,6%
75,4	10,2	6,9	3,6	Min	1,9%	n.a.	n.a.
67,8	2,7	(0,6)	(4,0)				

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,2	22,1	21,2	22,3	24,4	24,4	24,4	24,4		
Inmovilizado material	132,8	138,5	151,7	201,3	237,3	279,6	289,6	301,5		
Otros activos no corrientes	3,8	3,6	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9		
Inmovilizado financiero	-	0,9	3,6	3,8	5,7	5,7	5,7	5,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,5	16,4	19,8	20,5	25,4	25,4	25,4	25,4		
Activo circulante	47,6	47,4	49,9	70,6	92,4	105,6	113,9	122,8		
Total activo	202,0	228,9	253,0	325,3	392,0	447,6	465,8	486,6		
Patrimonio neto	(17,6)	51,1	81,9	84,5	93,5	107,0	125,9	151,9		
Minoritarios	0,2	0,2	0,3	0,4	4,0	4,0	4,0	4,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	8,2	13,7	30,7	39,2	39,2	39,2	39,2		
Otros pasivos no corrientes	-	20,2	18,5	17,3	19,9	19,9	19,9	19,9		
Deuda financiera neta	187,1	121,9	108,6	147,5	179,5	210,9	204,0	193,2		
Pasivo circulante	31,9	27,4	30,0	44,9	55,8	66,6	72,8	78,3		
Total pasivo	202,0	228,9	253,0	325,3	392,0	447,6	465,8	486,6		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	132,2	143,1	134,1	169,1	225,8	274,2	302,2	326,8	14,3%	13,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>12,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>33,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,1%</i>		
Coste de ventas	(34,2)	(40,2)	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(97,6)	(106,2)	(114,9)		
Margen Bruto	98,1	102,9	91,9	109,0	145,2	176,6	196,0	211,9	10,3%	13,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>74,2%</i>	<i>71,9%</i>	<i>68,5%</i>	<i>64,4%</i>	<i>64,3%</i>	<i>64,4%</i>	<i>64,9%</i>	<i>64,8%</i>		
Gastos de personal	(36,7)	(39,5)	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(63,7)	(68,9)	(73,7)		
Otros costes de explotación	(34,4)	(29,5)	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(47,7)	(51,7)	(55,3)		
EBITDA recurrente	27,0	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	16,8%	18,2%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>8,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>37,8%</i>	<i>29,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>10,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>20,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,6)	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-	-		
EBITDA	24,3	32,8	29,8	35,7	50,2	65,2	75,4	82,9	19,8%	18,2%
Depreciación y provisiones	(23,2)	(21,7)	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(31,7)	(34,9)	(34,5)		
Gastos capitalizados	7,5	7,7	6,3	7,2	8,0	11,2	11,6	12,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(7,9)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
EBIT	8,7	10,9	7,5	10,8	17,0	30,3	37,8	46,1	18,3%	39,5%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>51,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>43,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>78,6%</i>	<i>24,5%</i>	<i>22,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(10,2)	(13,0)	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(13,4)	(14,1)	(13,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	0,7	0,3	0,2	(0,3)	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,6)	(1,4)	0,8	3,5	7,1	16,9	23,7	32,5	59,6%	66,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>77,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>161,2%</i>	<i>316,4%</i>	<i>101,8%</i>	<i>137,7%</i>	<i>40,3%</i>	<i>37,3%</i>		
Extraordinarios	-	44,9	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,6)	43,5	0,8	3,5	7,1	16,9	23,7	32,5	59,6%	66,0%
Impuestos	(2,4)	(3,5)	0,3	(0,8)	0,8	(3,4)	(4,7)	(6,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(4,0)	40,0	1,1	2,6	7,7	13,5	18,9	26,0	40,6%	50,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>47,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-97,1%</i>	<i>130,4%</i>	<i>193,1%</i>	<i>75,1%</i>	<i>40,3%</i>	<i>37,3%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,9	(0,3)	1,9	3,2	6,9	13,5	18,9	26,0	64,9%	55,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>117,3%</i>	<i>-128,6%</i>	<i>795,1%</i>	<i>70,3%</i>	<i>118,1%</i>	<i>95,8%</i>	<i>40,3%</i>	<i>37,3%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						65,2	75,4	82,9	16,8%	18,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(14,3)	(14,3)	(14,3)		
Var.capital circulante						(2,4)	(2,1)	(3,4)		
Cash Flow operativo recurrente						48,4	59,0	65,2	-5,7%	37,7%
CAPEX						(32,9)	(33,2)	(34,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(13,4)	(14,1)	(13,6)		
Impuestos						(3,4)	(4,7)	(6,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,3)	6,9	10,8	n.a.	32,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(30,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(31,3)	6,9	10,8	-72,0%	36,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						31,3	(6,9)	(10,8)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	14,0%	18,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	25,7%	-9,0%	18,0%	37,8%	29,8%	15,7%	10,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	23,7%	23,0%	21,5%	22,2%	23,8%	24,9%	25,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	0,2	(5,8)	(10,9)	(2,4)	(2,1)	(3,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	24,4	26,3	24,6	25,0	48,4	59,0	65,2	0,7%	37,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-22,5%	7,8%	-6,5%	1,3%	93,9%	21,9%	10,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	17,1%	19,6%	14,6%	11,1%	17,6%	19,5%	20,0%		
- CAPEX	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,5)	(6,7)	(4,5)	(9,6)	(13,4)	(14,1)	(13,6)		
- Impuestos	(1,5)	(0,7)	(0,9)	0,8	(3,4)	(4,7)	(6,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9	10,8	<i>n.a.</i>	32,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-519,7%	20,3%	-247,8%	-194,1%	96,2%	620,0%	55,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,3%	3,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,1)	(1,0)	(0,7)	7,7	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,2	(5,6)	(8,7)	7,7	(30,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	52,0	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	50,8	(10,1)	(21,3)	(19,6)	(31,3)	6,9	10,8	-33,6%	36,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	-119,9%	-110,9%	7,9%	-59,7%	122,1%	55,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,0%	7,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	36,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,0%	7,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	1,0	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,2	(2,1)	8,1	12,2	10,8	6,6	6,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,7	(0,9)	(2,5)	1,5	4,2	3,6	1,4		
= Variación EBITDA recurrente	6,9	(3,0)	5,6	13,8	15,0	10,2	7,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	0,3	(1,3)	(8,3)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(8,9)	4,6	(6,0)	(5,1)	8,5	0,4	(1,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(7,1)	1,9	(1,7)	0,3	23,4	10,6	6,2		
+/- Variación del CAPEX	3,1	(0,7)	(8,7)	(20,1)	18,3	(0,3)	(1,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,1)	(1,2)	2,1	(5,1)	(3,8)	(0,6)	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,8	(0,2)	1,7	(4,2)	(1,4)	(1,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(5,3)	0,9	(8,5)	(23,1)	33,7	8,2	3,9		
Free Cash Flow Recurrente	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9	10,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	10,9	7,5	10,8	17,0	30,3	37,8	46,1	15,9%	39,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	23,4%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(2,5)	-	(6,1)	(7,6)	(9,2)		
EBITDA recurrente	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	14,0%	18,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	0,2	(5,8)	(10,9)	(2,4)	(2,1)	(3,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	24,4	26,3	24,6	25,0	48,4	59,0	65,2	0,7%	37,7%
- CAPEX	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(2,5)	-	(6,1)	(7,6)	(9,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,7	3,9	(9,0)	(26,2)	9,4	18,2	21,7	<i>n.a.</i>	41,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-60,2%	47,4%	-329,8%	-191,8%	136,0%	92,9%	19,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,9%	2,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,4%	6,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,2	(5,6)	(8,7)	7,7	(30,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	52,0	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	58,9	(1,7)	(17,7)	(18,5)	(20,6)	18,2	21,7	-32,3%	46,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	428,2%	-102,9%	-918,6%	-4,7%	-11,0%	188,4%	19,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	0,7%	1,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,4%	4,7%	5,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	15,2%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,7%	5,6%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	139,1	
+ Minoritarios	2,1	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	22,4	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	226,7	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	2,0	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	388,2	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	139,6	120,8	103,9	105,1	105,2	116,4	132,2	143,1	134,1	169,1	225,8	274,2	302,2	326,8	4,9%	13,1%
Cto. Total ingresos	-30,5%	-13,5%	-14,0%	1,2%	0,0%	10,7%	13,6%	8,2%	-6,3%	26,1%	33,5%	21,4%	10,2%	8,1%		
EBITDA	10,9	5,0	4,8	6,1	14,1	22,4	24,3	32,8	29,8	35,7	50,2	65,2	75,4	82,9	16,5%	18,2%
Cto. EBITDA	-44,4%	-54,6%	-4,1%	27,6%	133,2%	58,7%	8,5%	34,5%	-8,9%	19,8%	40,4%	29,8%	15,7%	10,0%		
EBITDA/Ingresos	7,8%	4,1%	4,6%	5,8%	13,4%	19,3%	18,4%	22,9%	22,2%	21,1%	22,2%	23,8%	24,9%	25,4%		
Beneficio neto	(61,3)	(17,1)	(28,3)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	2,6	7,7	13,5	18,9	26,0	7,8%	50,0%
Cto. Beneficio neto	52,1%	72,2%	-65,7%	79,4%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	130,4%	193,1%	75,1%	40,3%	37,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,9	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-10,45	-2,91	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,08	0,14	0,20	0,27	7,2%	49,9%
Cto. BPA	52,1%	72,2%	-50,5%	94,6%	-7,9%	30,7%	47,9%	n.a.	-98,4%	61,2%	n.a.	75,0%	40,3%	37,3%		
BPA ord. (EUR)	-10,45	-2,91	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	0,02	-0,01	0,03	0,03	0,07	0,14	0,20	0,27	7,2%	55,6%
Cto. BPA ord.	52,1%	72,2%	-50,5%	94,6%	-7,9%	30,7%	n.a.	n.a.	n.a.	19,1%	n.a.	95,7%	40,3%	37,3%		
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
CAPEX/Vtas % ¹	0,5%	0,2%	0,2%	22,6%	29,8%	19,3%	18,8%	15,2%	16,7%	18,4%	22,7%	12,0%	11,0%	10,5%		
Free Cash Flow	42,0	38,4	16,5	(2,6)	(14,2)	11,4	2,9	50,8	(10,1)	(21,3)	(19,6)	(31,3)	6,9	10,8	-9,4%	36,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	32,5x	n.a.	n.a.	27,1x	12,3x	7,8x	7,7x	3,7x	3,6x	4,1x	3,6x	3,2x	2,7x	2,3x		
PER (x)	n.a.	66,1x	53,8x	13,1x	10,3x	7,3x	5,3x									
EV/Vtas (x)	2,67x	2,65x	2,64x	2,32x	2,54x	1,98x	1,74x	1,59x	1,69x	1,87x	1,41x	1,42x	1,28x	1,19x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	34,2x	n.a.	n.a.	40,2x	18,9x	10,3x	9,5x	6,9x	7,6x	8,8x	6,3x	6,0x	5,2x	4,7x		
Comport. Absoluto	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	31,1%	-28,8%	38,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	10,4%	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	21,5%	-24,6%	17,8%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2023e

Datos	EUR Mn	Europa				Average	USA			Average	GAM
		Ashtead Group	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group		United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.		
Mercado	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB	HSS-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US		GAM-ES
	País	UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	29.463,5	263,6	198,3	124,2		28.778,4	3.433,8	1.602,9		139,1
	Enterprise value (EV)	37.714,7	484,7	428,5	232,0		40.211,9	7.278,5	2.964,8		388,2
Información financiera básica	Total Ingresos	10.049,2	451,2	534,4	409,6		12.869,9	3.022,6	1.310,8		274,2
	Cto.Total Ingresos	6,9%	4,1%	3,9%	5,5%	5,1%	21,9%	21,7%	16,1%	19,9%	21,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,5%	3,4%	4,7%	3,5%	5,3%	4,3%	9,4%	8,4%	7,4%	9,2%
	EBITDA	4.615,0	129,3	127,4	86,2		6.167,9	1.350,4	595,8		65,2
	Cto. EBITDA	7,6%	9,6%	7,1%	0,8%	6,3%	24,8%	25,1%	24,2%	24,7%	29,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,9%	4,5%	4,4%	3,4%	5,5%	3,5%	9,4%	7,4%	6,8%	12,8%
	EBITDA/Ingresos	45,9%	28,7%	23,8%	21,1%	29,9%	47,9%	44,7%	45,5%	46,0%	23,8%
	EBIT	2.733,9	59,3	54,0	38,7		3.576,1	650,4	244,2		30,3
	Cto. EBIT	11,5%	52,1%	51,1%	2,2%	29,2%	22,0%	28,3%	26,1%	25,4%	78,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,6%	5,1%	6,9%	5,0%	6,6%	5,2%	12,5%	14,5%	10,7%	23,3%
	EBIT/Ingresos	27,2%	13,1%	10,1%	9,5%	15,0%	27,8%	21,5%	18,6%	22,6%	11,1%
	Beneficio Neto	1.725,6	36,7	27,2	19,8		2.248,5	345,1	142,4		13,5
	Cto. Beneficio Neto	9,7%	36,8%	n.a.	-17,0%	9,8%	17,8%	15,3%	17,4%	16,8%	75,1%
2y TACC (2023e - 2025e)	11,3%	5,9%	9,7%	6,3%	8,3%	6,5%	14,6%	15,8%	12,3%	38,8%	
CAPEX/Ventas	33,5%	13,2%	6,6%	8,5%	15,4%	21,7%	41,0%	23,3%	28,6%	12,0%	
Free Cash Flow	561,0	27,5	16,6	5,0		1.897,4	(147,9)	(115,1)		(31,3)	
Deuda financiera Neta	8.280,6	175,9	170,4	42,4		9.922,1	3.336,5	1.267,0		210,9	
DN/EBITDA (x)	1,8	1,4	1,3	0,5	1,2	1,6	2,5	2,1	2,1	3,2	
Pay-out	24,7%	49,7%	56,5%	24,9%	39,0%	10,1%	14,8%	25,2%	16,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,5	7,1	7,0	6,5	9,3	11,6	10,0	11,2	10,9	10,3
	P/BV (x)	4,7	1,2	0,9	n.a.	2,3	3,6	n.a.	3,4	3,5	1,3
	EV/Ingresos (x)	3,8	1,1	0,8	0,6	1,5	3,1	2,4	2,3	2,6	1,4
	EV/EBITDA (x)	8,2	3,7	3,4	2,7	4,5	6,5	5,4	5,0	5,6	6,0
	EV/EBIT (x)	13,8	8,2	7,9	6,0	9,0	11,2	11,2	12,1	11,5	12,8
	ROE	28,7	17,3	12,4	n.a.	19,5	30,9	n.a.	30,4	30,6	13,5
	FCF Yield (%)	1,9	10,4	8,4	4,0	6,2	6,6	n.a.	n.a.	6,6	n.a.
	DPA	0,97	0,46	0,03	0,01	0,37	3,22	1,72	1,00	1,98	0,00
Dvd Yield	1,4%	7,0%	7,3%	4,0%	4,9%	0,8%	1,4%	2,3%	1,5%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
01-Ago-2023	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	1,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
02-May-2023	n.a.	1,45	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
30-Mar-2023	n.a.	1,38	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	1,22	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
02-Nov-2022	n.a.	1,06	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
05-Ago-2022	n.a.	1,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
29-Abr-2022	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
28-Feb-2022	n.a.	1,31	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
11-Nov-2021	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
02-Ago-2021	n.a.	1,48	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
31-May-2021	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
25-Feb-2021	n.a.	1,46	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
23-Dic-2020	n.a.	1,16	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
10-Nov-2020	n.a.	1,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
21-Oct-2020	n.a.	0,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
13-May-2020	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
08-Abr-2020	n.a.	1,21	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

