

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Trading Companies &amp; Distributors

Precio de Cierre: EUR 1,30 (22 nov 2024)

Fecha del informe: 25 nov 2024 (13:20h)

**Resultados 9m 2024**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 9m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

**GAM** es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 40.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 80 delegaciones en 9 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%).

**Market Data**

|                                  |                    |       |
|----------------------------------|--------------------|-------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 123,0              | 128,0 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup> | 417,0              | 434,1 |
| Número de Acciones (Mn)          | 94,6               |       |
| -12m (Max/Med/Mín EUR)           | 1,49 / 1,30 / 1,18 |       |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)     | 0,02               |       |
| Rotación <sup>(3)</sup>          | 5,1                |       |
| Factset / Bloomberg              | GAM-ES / GAM SM    |       |
| Cierre año fiscal                | 31-dic             |       |

**Estructura Accionarial (%)**

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| Francisco Riberas y familia | 58,2 |
| Indumenta Pueri             | 10,6 |
| Pedro Luis Fernández        | 6,0  |
| Banco Santander             | 4,5  |
| Free Float                  | 20,7 |

**Datos Financieros**

| Básicos (EUR Mn)                   | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn)              | 94,2  | 94,6  | 94,6  | 94,6  |
| Total Ingresos                     | 283,6 | 312,1 | 337,4 | 364,9 |
| EBITDA Rec.                        | 62,0  | 72,5  | 79,4  | 88,2  |
| % Var.                             | 23,6  | 16,9  | 9,5   | 11,1  |
| % EBITDA Rec./Ing.                 | 21,9  | 23,2  | 23,5  | 24,2  |
| % Var EBITDA sector <sup>(4)</sup> | 9,4   | 11,2  | 10,6  | 9,2   |
| Beneficio neto                     | 9,1   | 6,3   | 10,8  | 17,4  |
| BPA (EUR)                          | 0,10  | 0,07  | 0,11  | 0,18  |
| % Var.                             | 17,7  | -31,1 | 72,8  | 60,8  |
| BPA ord. (EUR)                     | 0,07  | 0,04  | 0,09  | 0,18  |
| % Var.                             | 0,8   | -47,1 | 135,0 | 101,0 |
| Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup> | -46,0 | -17,2 | -0,4  | 11,8  |
| Pay-out (%)                        | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| DPA (EUR)                          | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Deuda financiera neta              | 246,0 | 274,2 | 274,6 | 262,8 |
| DN / EBITDA Rec.(x)                | 4,0   | 3,8   | 3,5   | 3,0   |
| ROE (%)                            | 9,3   | 6,0   | 9,5   | 13,6  |
| ROCE (%) <sup>(5)</sup>            | 6,3   | 5,8   | 6,1   | 7,0   |

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

|                              |      |      |      |      |
|------------------------------|------|------|------|------|
| PER                          | 13,5 | 19,6 | 11,3 | 7,1  |
| PER Ordinario                | 17,6 | 33,3 | 14,2 | 7,1  |
| P/BV                         | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 0,9  |
| Dividend Yield (%)           | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| EV/Ventas                    | 1,47 | 1,34 | 1,24 | 1,14 |
| EV/EBITDA Rec.               | 6,7  | 5,7  | 5,3  | 4,7  |
| EV/EBIT                      | 18,6 | 17,4 | 15,5 | 12,0 |
| FCF Yield (%) <sup>(5)</sup> | n.a. | n.a. | n.a. | 9,6  |

## 9m24 (en línea): GAM empieza a reducir Capex y acerca la posibilidad de break even en FCF 2025

**LIGERA RALENTIZACIÓN EN INGRESOS (+8,2% VS 9M23)...** Ligeramente por debajo de 1S23 (+9,6%) y de nuestra estimación para cierre de año (10,1%). Principalmente por retrasos en las entregas de maquinaria necesaria para proyectos en Oriente Medio. GAM cierra 9m24 con unos ingresos de EUR 219,7Mn (vs EUR 203Mn en 9m23). Por geografías, Latam (+27%) y Marruecos/Arabia (+31%) continúan siendo los mercados de mayor crecimiento.

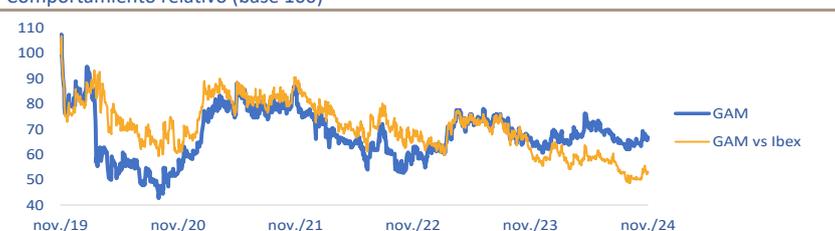
**... ESPECIALMENTE EN EL NEGOCIO SIN CAPEX (+1,5% VS 9M23) QUE SE MANTIENE PLANO.** Pero el negocio de alquiler a largo plazo (renting/outsourcing) mantiene el crecimiento a doble dígito (+16,8%) y supone el 34% de las ventas totales. Lo que, sumado a la alta diversificación por sector resta ciclicidad al negocio. El negocio de corto plazo cierra 9m24 con EUR 86Mn (+8,6% vs 9m23).

**AUNQUE LOS MÁRGENES MEJORAN...** El liderazgo de GAM en España y la capacidad de trasladar el aumento de los precios a sus clientes le lleva a ser capaz de mantener un crecimiento a doble dígito en EBITDA, pese a la pequeña ralentización del crecimiento en ingresos. A cierre de 9m23, EBITDA de EUR 59,1Mn (+12,4%; incluye activaciones) lo que supone un Mg. EBITDA 9m24 del 26,9% (vs 25,9% en 9m23).

**... PESE A LA FASE INICIAL DE SUS PROYECTOS INQUIETO Y REVIVER.** La puesta en marcha del proyecto Inquieto (movilidad sostenible en la última milla) y Reviver (alargar la vida útil de la maquinaria) buscan reducir las necesidades de CAPEX, algo que ya comienza a ser muy visible: EUR 39,7Mn 9m24 vs EUR 61,3Mn en 9m23. Ajustamos el CAPEX 2024e hasta EUR 60Mn (vs EUR 70Mn est.previa), c. EUR 50Mn en 2025e y 2026e (FCF Yield 26e: 9,6% en línea con su sector).

**LOS GASTOS FINANCIEROS MARCARÁN EL BENEFICIO NETO DE 2024 (-27% VS 9M23).** La amortización y los gastos financieros derivados de la evolución de tipos de interés impiden trasladar el crecimiento operativo a BN 9m24 (EUR 2,7Mn).

**LA VISTA DEBE ESTAR PUESTA EN 2025E.** Mantenemos estimaciones ante unos resultados en línea (Ingresos 2024e: EUR 312Mn y EBITDA rec. EUR 72,5Mn). La evolución del rdo financiero reduce significativamente la capacidad de generar BN. No obstante, GAM está mostrando capacidad de mantener un crecimiento rentable. Y sentando las bases para reducir la "pesada estructura" del negocio (alto CAPEX, amortización y elevada Deuda) en el medio plazo con impacto en FCF rec, que podría alcanzar break-even "ya" en 2025e (de continuar la tendencia vista 9m23). Todo ello, sumado a una progresiva reducción de los tipos de interés en Europa, implicaría un PER 2025e de 11x. Hoy cotiza EV/EBITDA 24e de 5,7x (en línea con sus comparables).

**Comportamiento relativo (base 100)**


| Comportamiento en bolsa (%)         | -1m  | -3m  | -12m  | YTD  | -3Y   | -5Y   |
|-------------------------------------|------|------|-------|------|-------|-------|
| Absoluto                            | 3,6  | 3,2  | 0,0   | 10,2 | -22,6 | -33,2 |
| vs Ibex 35                          | 5,2  | -1,3 | -15,2 | -4,5 | -41,4 | -46,9 |
| vs Ibex Small Cap Index             | 10,0 | 11,3 | -2,3  | 10,7 | -19,7 | -43,4 |
| vs Eurostoxx 50                     | 6,8  | 5,2  | -9,1  | 4,0  | -29,9 | -48,5 |
| vs Índice del sector <sup>(4)</sup> | 4,5  | -0,3 | -19,8 | -3,4 | -30,8 | -55,7 |

(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 9m 2024**
**Tabla 1. Rdos 9m24**

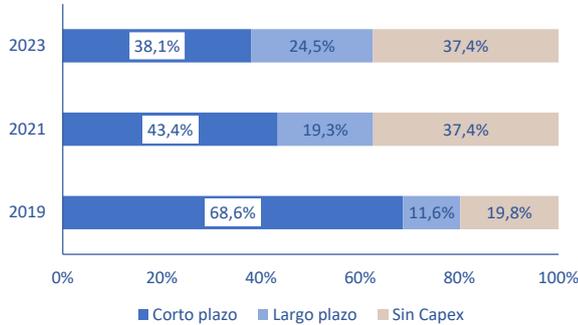
| EUR Mn                    | 9m24         |              | 9m24 Real        |              | 2024e vs         |
|---------------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|------------------|
|                           | Real         | 9m23         | vs 9m23          | 2024e        | 2023             |
| Corto plazo               | 86,0         | 79,2         | 8,6%             | 114,0        | 6,6%             |
| Largo plazo               | 58,5         | 50,1         | 16,8%            | 79,8         | 15,9%            |
| Sin Capex                 | 75,2         | 74,1         | 1,5%             | 115,6        | 10,0%            |
| <b>Total Ingresos</b>     | <b>219,7</b> | <b>203,0</b> | <b>8,2%</b>      | <b>312,1</b> | <b>10,1%</b>     |
| <b>EBITDA<sup>1</sup></b> | <b>59,1</b>  | <b>52,6</b>  | <b>12,4%</b>     | <b>72,5</b>  | <b>16,9%</b>     |
| <i>EBITDA / Ingresos</i>  | <i>26,9%</i> | <i>25,9%</i> | <i>1,0 p.p.</i>  | <i>23,2%</i> | <i>1,4 p.p.</i>  |
| <b>EBIT</b>               | <b>16,6</b>  | <b>16,4</b>  | <b>1,2%</b>      | <b>24,4</b>  | <b>8,5%</b>      |
| <i>EBIT / Ingresos</i>    | <i>7,6%</i>  | <i>8,1%</i>  | <i>-0,5 p.p.</i> | <i>7,8%</i>  | <i>-0,1 p.p.</i> |
| <b>Beneficio Neto</b>     | <b>2,7</b>   | <b>3,7</b>   | <b>-27,0%</b>    | <b>6,2</b>   | <b>-31,6%</b>    |

Nota: Los resultados 9m24 no incluyen información relativa al balance.

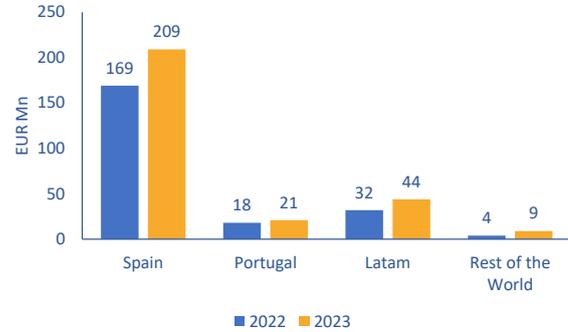
Nota 1: EBTDA Recurrente y EBITDA 9m24 y 9m23 no ajustado para excluir el impacto de gastos capitalizados. Nuestra estimación de EBITDA 24e excluye gastos capitalizados por importe de EUR 10,4Mn.

**La compañía en 8 gráficos**

**GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios rec. y sin Capex ya representan el 62% de las ventas**



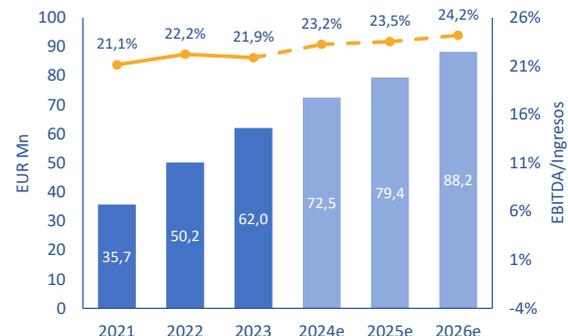
**Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)**



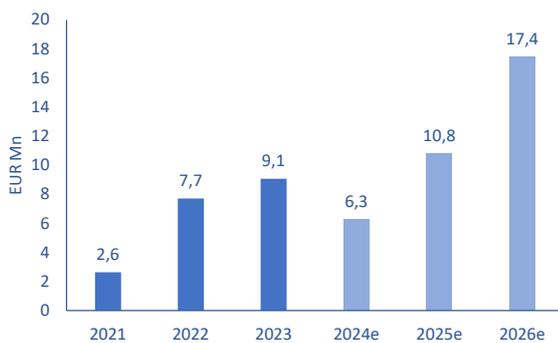
**Los negocios recurrentes (l/p) y sin Capex serán los motores del crecimiento a m/p (+8,8% TACC 23-26e)**



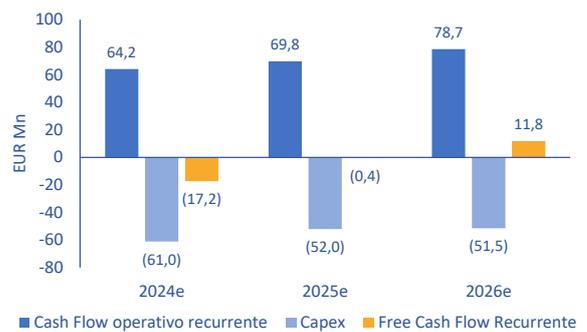
**EBITDA 2023-2026e: +12% TACC (23-26e)**



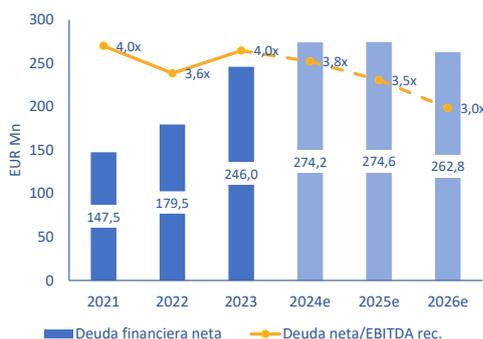
**A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto**



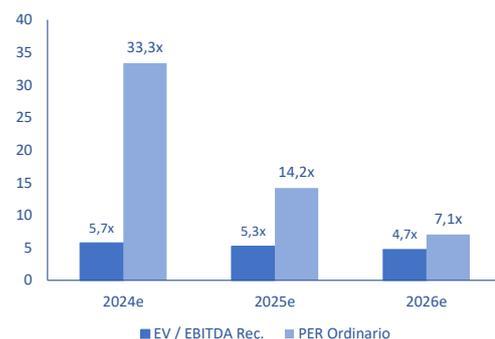
**Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF**



**Y, pese al M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 4x DN/EBITDA**



**Todo ello, con unos múltiplos (objetivamente) bajos. EV/EBITDA 2026e 4,7x y PER 2026e 7,1x.**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

|                                    | 2024e        | 2025e  | 2026e | Perpetuo <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|--------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | (7,8)        | 17,8   | 23,7  | 453,5                   |                   |                      |  |
| <b>Market Cap</b>                  | <b>123,0</b> | A la fecha de este informe                             |       |                         |                   |                      |  |
| <b>Deuda financiera neta</b>       | <b>254,2</b> | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)            |       |                         |                   |                      |  |
|                                    |              |  |       |                         | Inputs favorables | Inputs desfavorables |  |
| Coste de la deuda                  | 6,0%         | Coste de la deuda neta                                 |       |                         | 5,8%              | 6,3%                 |  |
| Tasa fiscal (T)                    | 20,0%        | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>4,8%</b>  | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |       |                         | <b>4,6%</b>       | <b>5,0%</b>          |  |
| Risk free rate (rf)                | 3,0%         | 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                  |  |
| <b>Coste del Equity</b>            | <b>10,2%</b> | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |       |                         | <b>9,0%</b>       | <b>11,4%</b>         |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 32,6%        | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |       |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 67,4%        | D  |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>6,6%</b>  | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |       |                         | <b>6,0%</b>       | <b>7,1%</b>          |  |
| <b>G "Razonable"</b>               | <b>2,0%</b>  |  |       |                         | <b>2,0%</b>       | <b>1,5%</b>          |  |

(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<br>Factset | Mkt. Cap     | PER 24e     | BPA<br>24e-26e | EV/EBITDA<br>24e | EBITDA<br>24e-26e | EV/Vtas.<br>24e | Ingresos<br>24e-26e | EBITDA/Vtas.<br>24e | FCF Yield<br>24e | FCF<br>24e-26e |
|------------------|-------------------|--------------|-------------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|----------------|
| Ashtead Group    | AHT-GB            | 33.316,8     | 20,4        | 14,2%          | 8,7              | 8,8%              | 4,0             | 7,9%                | 45,9%               | 4,2%             | 2,1%           |
| VP               | VP-GB             | 283,8        | 8,6         | 12,1%          | 3,8              | 5,0%              | 1,1             | 4,5%                | 29,4%               | 10,5%            | 30,2%          |
| Speedy Hire      | SDY-GB            | 156,7        | 7,9         | 26,9%          | 3,2              | 6,0%              | 0,8             | 4,6%                | 24,0%               | 9,7%             | 30,2%          |
| HSS Hire Group   | HSS-GB            | 48,6         | n.a.        | n.a.           | n.a.             | n.a.              | n.a.            | n.a.                | n.a.                | n.a.             | n.a.           |
| <b>Europa</b>    |                   |              | <b>12,3</b> | <b>17,7%</b>   | <b>5,2</b>       | <b>6,6%</b>       | <b>2,0</b>      | <b>5,7%</b>         | <b>33,1%</b>        | <b>8,1%</b>      | <b>20,8%</b>   |
| United Rentals   | URI-US            | 53.539,3     | 19,6        | 9,2%           | 9,8              | 4,9%              | 4,6             | 4,8%                | 46,9%               | 3,7%             | 10,3%          |
| Herc Rentals     | HRI-US            | 6.082,6      | 16,7        | 15,6%          | 7,2              | 7,2%              | 3,2             | 6,5%                | 44,5%               | 4,6%             | 16,7%          |
| H&E Equipment S. | HEES-US           | 2.066,5      | 17,7        | 14,6%          | 5,9              | 0,7%              | 2,6             | 6,0%                | 44,2%               | 10,2%            | n.a.           |
| <b>USA</b>       |                   |              | <b>18,0</b> | <b>13,1%</b>   | <b>7,6</b>       | <b>4,3%</b>       | <b>3,5</b>      | <b>5,7%</b>         | <b>45,2%</b>        | <b>6,2%</b>      | <b>13,5%</b>   |
| <b>GAM</b>       | <b>GAM-ES</b>     | <b>123,0</b> | <b>19,6</b> | <b>66,7%</b>   | <b>5,7</b>       | <b>10,3%</b>      | <b>1,3</b>      | <b>8,1%</b>         | <b>23,2%</b>        | <b>n.a.</b>      | <b>55,5%</b>   |

### Análisis de sensibilidad (2025e)

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

| Escenario | EBITDA/Ingresos 25e | EBITDA 25e | EV/EBITDA 25e |
|-----------|---------------------|------------|---------------|
| Max       | 25,9%               | 87,5       | 4,8x          |
| Central   | 23,5%               | 79,4       | 5,3x          |
| Min       | 21,1%               | 71,3       | 5,8x          |

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

| FCF Rec. EUR Mn | CAPEX/Ventas 25e |       |        | → | Escenario | FCF Rec./Yield 25e |      |       |
|-----------------|------------------|-------|--------|---|-----------|--------------------|------|-------|
|                 | EBITDA 25e       | 13,9% | 15,4%  |   |           | 16,9%              | Max  | 10,4% |
| 87,5            | 12,7             | 7,7   | 2,6    |   | Central   | 3,8%               | n.a. | n.a.  |
| 79,4            | 4,7              | (0,4) | (5,5)  |   | Min       | n.a.               | n.a. | n.a.  |
| 71,3            | (3,4)            | (8,5) | (13,6) |   |           |                    |      |       |

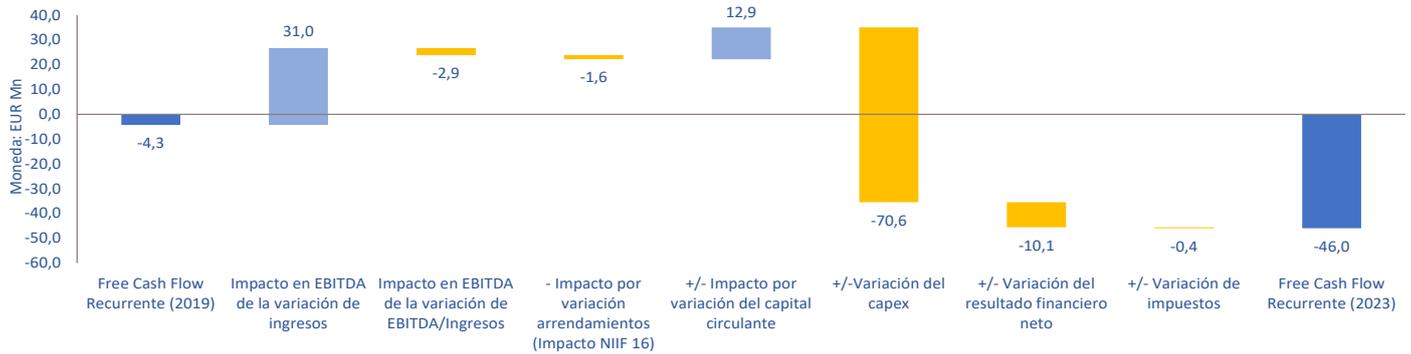
## Anexo 1. Proyecciones financieras

| <b>Balance (EUR Mn)</b>                    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>  | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  |               |               |
|--|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial                    | 22,1           | 21,2          | 22,3          | 24,4          | 22,0         | 22,0          | 22,0          | 22,0          |               |               |
| Inmovilizado material                      | 138,5          | 151,7         | 201,3         | 237,3         | 328,5        | 358,7         | 364,9         | 369,5         |               |               |
| Otros activos no corrientes                | 3,6            | 6,8           | 6,9           | 6,9           | 11,5         | 14,1          | 16,3          | 14,3          |               |               |
| Inmovilizado financiero                    | 0,9            | 3,6           | 3,8           | 5,7           | 2,2          | 2,2           | 2,2           | 2,2           |               |               |
| Fondo de comercio y otros intangibles      | 16,4           | 19,8          | 20,5          | 25,4          | 28,5         | 28,5          | 28,5          | 28,5          |               |               |
| Activo circulante                          | 47,4           | 49,9          | 70,6          | 92,4          | 105,3        | 113,8         | 122,8         | 132,3         |               |               |
| <b>Total activo</b>                        | <b>228,9</b>   | <b>253,0</b>  | <b>325,3</b>  | <b>392,0</b>  | <b>498,1</b> | <b>539,4</b>  | <b>556,7</b>  | <b>569,0</b>  |               |               |
| Patrimonio neto                            | 51,1           | 81,9          | 84,5          | 93,5          | 101,9        | 108,2         | 119,1         | 136,5         |               |               |
| Minoritarios                               | 0,2            | 0,3           | 0,4           | 4,0           | 2,1          | 2,1           | 2,1           | 2,1           |               |               |
| Provisiones y otros pasivos a LP           | 8,2            | 13,7          | 30,7          | 39,2          | 52,3         | 52,3          | 52,3          | 52,3          |               |               |
| Otros pasivos no corrientes                | 20,2           | 18,5          | 17,3          | 19,9          | 18,5         | 18,5          | 18,5          | 18,5          |               |               |
| Deuda financiera neta                      | 121,9          | 108,6         | 147,5         | 179,5         | 246,0        | 274,2         | 274,6         | 262,8         |               |               |
| Pasivo circulante                          | 27,4           | 30,0          | 44,9          | 55,8          | 77,3         | 84,1          | 90,2          | 96,8          |               |               |
| <b>Total pasivo</b>                        | <b>228,9</b>   | <b>253,0</b>  | <b>325,3</b>  | <b>392,0</b>  | <b>498,1</b> | <b>539,4</b>  | <b>556,7</b>  | <b>569,0</b>  |               |               |
|  |                |               |               |               |              |               |               |               |               | <b>TACC</b>   |
| <b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>       | <b>2019</b>    | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>  | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  | <b>19-23</b>  | <b>23-26e</b> |
| <b>Total Ingresos</b>                      | <b>143,1</b>   | <b>134,1</b>  | <b>169,1</b>  | <b>225,8</b>  | <b>283,6</b> | <b>312,1</b>  | <b>337,4</b>  | <b>364,9</b>  | <b>18,7%</b>  | <b>8,8%</b>   |
| <i>Cto.Total Ingresos</i>                  | <i>8,2%</i>    | <i>-6,3%</i>  | <i>26,1%</i>  | <i>33,5%</i>  | <i>25,6%</i> | <i>10,1%</i>  | <i>8,1%</i>   | <i>8,1%</i>   |               |               |
| Coste de ventas                            | (40,2)         | (42,2)        | (60,1)        | (80,6)        | (105,5)      | (115,6)       | (125,3)       | (134,4)       |               |               |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>102,9</b>   | <b>91,9</b>   | <b>109,0</b>  | <b>145,2</b>  | <b>178,1</b> | <b>196,5</b>  | <b>212,1</b>  | <b>230,4</b>  | <b>14,7%</b>  | <b>9,0%</b>   |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i>             | <i>71,9%</i>   | <i>68,5%</i>  | <i>64,4%</i>  | <i>64,3%</i>  | <i>62,8%</i> | <i>63,0%</i>  | <i>62,9%</i>  | <i>63,2%</i>  |               |               |
| Gastos de personal                         | (39,5)         | (35,8)        | (43,1)        | (52,7)        | (68,0)       | (72,6)        | (77,6)        | (83,0)        |               |               |
| Otros costes de explotación                | (29,5)         | (25,2)        | (29,5)        | (42,3)        | (48,1)       | (51,4)        | (55,1)        | (59,2)        |               |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   | <b>33,9</b>    | <b>30,9</b>   | <b>36,4</b>   | <b>50,2</b>   | <b>62,0</b>  | <b>72,5</b>   | <b>79,4</b>   | <b>88,2</b>   | <b>16,3%</b>  | <b>12,5%</b>  |
| <i>Cto.EBITDA recurrente</i>               | <i>25,7%</i>   | <i>-9,0%</i>  | <i>18,0%</i>  | <i>37,8%</i>  | <i>23,6%</i> | <i>16,9%</i>  | <i>9,5%</i>   | <i>11,1%</i>  |               |               |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>              | <i>23,7%</i>   | <i>23,0%</i>  | <i>21,5%</i>  | <i>22,2%</i>  | <i>21,9%</i> | <i>23,2%</i>  | <i>23,5%</i>  | <i>24,2%</i>  |               |               |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | (1,1)          | (1,0)         | (0,7)         | -             | -            | -             | -             | -             |               |               |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>32,8</b>    | <b>29,8</b>   | <b>35,7</b>   | <b>50,2</b>   | <b>62,0</b>  | <b>72,5</b>   | <b>79,4</b>   | <b>88,2</b>   | <b>17,3%</b>  | <b>12,5%</b>  |
| Depreciación y provisiones                 | (21,7)         | (20,6)        | (20,0)        | (26,9)        | (33,4)       | (42,7)        | (45,9)        | (46,9)        |               |               |
| Gastos capitalizados                       | 7,7            | 6,3           | 7,2           | 8,0           | 10,0         | 10,4          | 9,5           | 9,6           |               |               |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           | (7,9)          | (8,1)         | (12,1)        | (14,3)        | (16,2)       | (16,2)        | (16,2)        | (16,2)        |               |               |
| <b>EBIT</b>                                | <b>10,9</b>    | <b>7,5</b>    | <b>10,8</b>   | <b>17,0</b>   | <b>22,4</b>  | <b>24,0</b>   | <b>26,8</b>   | <b>34,7</b>   | <b>19,8%</b>  | <b>15,7%</b>  |
| <i>Cto.EBIT</i>                            | <i>25,9%</i>   | <i>-30,8%</i> | <i>43,6%</i>  | <i>56,8%</i>  | <i>32,1%</i> | <i>7,1%</i>   | <i>11,7%</i>  | <i>29,4%</i>  |               |               |
| <i>EBIT / Ingresos</i>                     | <i>7,6%</i>    | <i>5,6%</i>   | <i>6,4%</i>   | <i>7,5%</i>   | <i>7,9%</i>  | <i>7,7%</i>   | <i>8,0%</i>   | <i>9,5%</i>   |               |               |
| Impacto fondo de comercio y otros          | -              | -             | -             | -             | 0,8          | -             | -             | -             |               |               |
| Resultado financiero neto                  | (13,0)         | (7,0)         | (7,5)         | (9,6)         | (16,3)       | (20,3)        | (18,2)        | (15,4)        |               |               |
| Resultados por puesta en equivalencia      | 0,7            | 0,3           | 0,2           | (0,3)         | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |               |
| <b>Beneficio ordinario</b>                 | <b>(1,4)</b>   | <b>0,8</b>    | <b>3,5</b>    | <b>7,1</b>    | <b>6,9</b>   | <b>3,7</b>    | <b>8,7</b>    | <b>19,4</b>   | <b>62,7%</b>  | <b>40,9%</b>  |
| <i>Cto.Beneficio ordinario</i>             | <i>12,7%</i>   | <i>161,2%</i> | <i>316,4%</i> | <i>101,8%</i> | <i>-2,5%</i> | <i>-46,7%</i> | <i>135,0%</i> | <i>123,3%</i> |               |               |
| Extraordinarios                            | 44,9           | -             | -             | -             | -            | -             | -             | -             |               |               |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>        | <b>43,5</b>    | <b>0,8</b>    | <b>3,5</b>    | <b>7,1</b>    | <b>6,9</b>   | <b>3,7</b>    | <b>8,7</b>    | <b>19,4</b>   | <b>-36,8%</b> | <b>40,9%</b>  |
| Impuestos                                  | (3,5)          | 0,3           | (0,8)         | 0,8           | 2,1          | 2,6           | 2,2           | (1,9)         |               |               |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i>                | <i>8,0%</i>    | <i>n.a.</i>   | <i>23,4%</i>  | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>10,0%</i>  |               |               |
| Minoritarios                               | (0,0)          | (0,0)         | (0,1)         | (0,2)         | 0,0          | -             | -             | -             |               |               |
| Actividades discontinuadas                 | -              | -             | -             | -             | -            | -             | -             | -             |               |               |
| <b>Beneficio neto</b>                      | <b>40,0</b>    | <b>1,1</b>    | <b>2,6</b>    | <b>7,7</b>    | <b>9,1</b>   | <b>6,3</b>    | <b>10,8</b>   | <b>17,4</b>   | <b>-31,0%</b> | <b>24,3%</b>  |
| <i>Cto.Beneficio neto</i>                  | <i>n.a.</i>    | <i>-97,1%</i> | <i>130,4%</i> | <i>193,1%</i> | <i>17,7%</i> | <i>-30,9%</i> | <i>72,8%</i>  | <i>60,8%</i>  |               |               |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>            | <b>(0,3)</b>   | <b>1,9</b>    | <b>3,2</b>    | <b>6,9</b>    | <b>6,9</b>   | <b>3,7</b>    | <b>8,7</b>    | <b>17,4</b>   | <b>n.a.</b>   | <b>35,9%</b>  |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>       | <i>-128,6%</i> | <i>795,1%</i> | <i>70,3%</i>  | <i>118,1%</i> | <i>0,8%</i>  | <i>-46,9%</i> | <i>135,0%</i> | <i>101,0%</i> |               |               |
|  |                |               |               |               |              |               |               |               |               | <b>TACC</b>   |
| <b>Cash Flow (EUR Mn)</b>                  | <b>2019</b>    | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>  | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  | <b>19-23</b>  | <b>23-26e</b> |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |                |               |               |               |              | <b>72,5</b>   | <b>79,4</b>   | <b>88,2</b>   | <b>16,3%</b>  | <b>12,5%</b>  |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |                |               |               |               |              | (6,7)         | (6,7)         | (6,7)         |               |               |
| Var.capital circulante                     |                |               |               |               |              | (1,7)         | (2,9)         | (2,9)         |               |               |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>      |                |               |               |               |              | <b>64,2</b>   | <b>69,8</b>   | <b>78,7</b>   | <b>27,1%</b>  | <b>7,2%</b>   |
| CAPEX                                      |                |               |               |               |              | (61,0)        | (52,0)        | (51,5)        |               |               |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow    |                |               |               |               |              | (20,3)        | (18,2)        | (15,4)        |               |               |
| Impuestos                                  |                |               |               |               |              | -             | -             | -             |               |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>           |                |               |               |               |              | <b>(17,2)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>11,8</b>   | <b>-80,9%</b> | <b>31,2%</b>  |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |                |               |               |               |              | -             | -             | -             |               |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones         |                |               |               |               |              | (11,0)        | -             | -             |               |               |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow   |                |               |               |               |              | -             | -             | -             |               |               |
| <b>Free Cash Flow</b>                      |                |               |               |               |              | <b>(28,2)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>11,8</b>   | <b>-34,8%</b> | <b>29,6%</b>  |
| Ampliaciones de capital                    |                |               |               |               |              | -             | -             | -             |               |               |
| Dividendos                                 |                |               |               |               |              | -             | -             | -             |               |               |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>  |                |               |               |               |              | <b>28,2</b>   | <b>0,4</b>    | <b>(11,8)</b> |               |               |

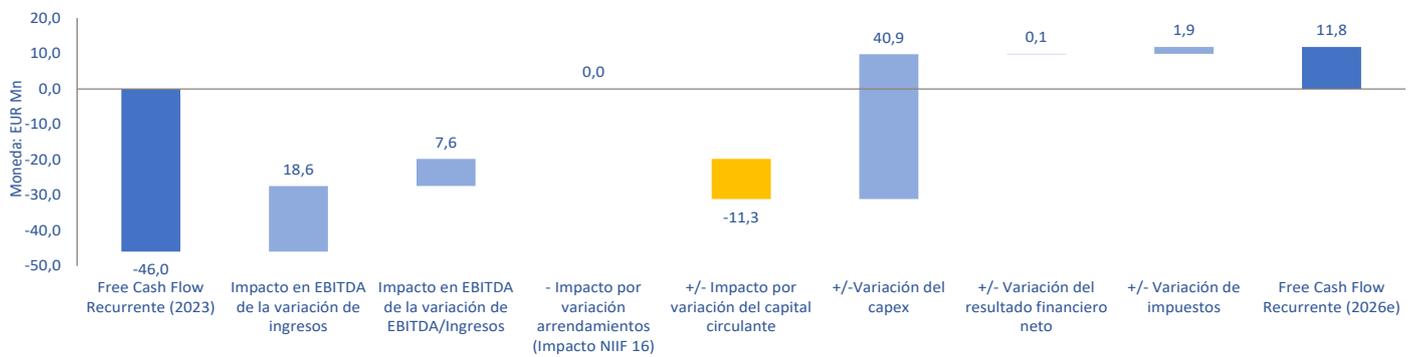
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)  | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024e         | 2025e         | 2026e        | TACC          |              |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|  |               |               |               |               |               |               |              | 20-23         | 23-26e       |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>30,9</b>   | <b>36,4</b>   | <b>50,2</b>   | <b>62,0</b>   | <b>72,5</b>   | <b>79,4</b>   | <b>88,2</b>  | <b>26,2%</b>  | <b>12,5%</b> |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>  | -9,0%         | 18,0%         | 37,8%         | 23,6%         | 16,9%         | 9,5%          | 11,1%        |               |              |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>  | 23,0%         | 21,5%         | 22,2%         | 21,9%         | 23,2%         | 23,5%         | 24,2%        |               |              |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | (4,7)         | (6,0)         | (6,5)         | (6,7)         | (6,7)         | (6,7)         | (6,7)        |               |              |
| +/- Var. Capital circulante  | 0,2           | (5,8)         | (10,9)        | 8,5           | (1,7)         | (2,9)         | (2,9)        |               |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>26,3</b>   | <b>24,6</b>   | <b>32,8</b>   | <b>63,8</b>   | <b>64,2</b>   | <b>69,8</b>   | <b>78,7</b>  | <b>34,3%</b>  | <b>7,2%</b>  |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       | 7,8%          | -6,5%         | 33,1%         | 94,6%         | 0,6%          | 8,7%          | 12,7%        |               |              |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>                                 | 19,6%         | 14,6%         | 14,5%         | 22,5%         | 20,6%         | 20,7%         | 21,6%        |               |              |
| - CAPEX  | (22,4)        | (31,1)        | (50,8)        | (92,4)        | (61,0)        | (52,0)        | (51,5)       |               |              |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow                                  | (6,7)         | (4,5)         | (9,6)         | (15,5)        | (20,3)        | (18,2)        | (15,4)       |               |              |
| - Impuestos  | (0,7)         | (0,9)         | 0,8           | (1,9)         | -             | -             | -            |               |              |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   | <b>(3,4)</b>  | <b>(11,9)</b> | <b>(26,8)</b> | <b>(46,0)</b> | <b>(17,2)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>11,8</b>  | <i>n.a.</i>   | <b>31,2%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  | 20,3%         | -247,8%       | -125,4%       | -71,4%        | 62,7%         | 97,6%         | <i>n.a.</i>  |               |              |
| <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>   | <i>n.a.</i>   | 3,2%         |               |              |
| - Gastos de reestructuración y otros   | (1,0)         | (0,7)         | -             | -             | -             | -             | -            |               |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | (5,6)         | (8,7)         | (6,2)         | (19,9)        | (11,0)        | -             | -            |               |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -            |               |              |
| <b>= Free Cash Flow</b>  | <b>(10,1)</b> | <b>(21,3)</b> | <b>(33,0)</b> | <b>(65,9)</b> | <b>(28,2)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>11,8</b>  | <b>-86,9%</b> | <b>29,6%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   | -119,9%       | -110,9%       | -54,8%        | -99,9%        | 57,3%         | 98,5%         | <i>n.a.</i>  |               |              |
| <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>   | <i>n.a.</i>   | 9,6%         |               |              |
| <i>Free Cash Flow - 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>   | <i>n.a.</i>   | 9,6%         |               |              |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b> |               |              |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  | <b>(4,3)</b>  | <b>(3,4)</b>  | <b>(11,9)</b> | <b>(26,8)</b> | <b>(46,0)</b> | <b>(17,2)</b> | <b>(0,4)</b> |               |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos                                    | (2,1)         | 8,1           | 12,2          | 12,8          | 6,2           | 5,9           | 6,5          |               |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos                             | (0,9)         | (2,5)         | 1,5           | (1,0)         | 4,3           | 1,0           | 2,4          |               |              |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   | <b>(3,0)</b>  | <b>5,6</b>    | <b>13,8</b>   | <b>11,8</b>   | <b>10,5</b>   | <b>6,9</b>    | <b>8,8</b>   |               |              |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)                         | 0,3           | (1,3)         | (0,5)         | (0,2)         | -             | -             | -            |               |              |
| +/- Impacto por variación del capital circulante                                 | 4,6           | (6,0)         | (5,1)         | 19,4          | (10,1)        | (1,2)         | 0,0          |               |              |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            | <b>1,9</b>    | <b>(1,7)</b>  | <b>8,1</b>    | <b>31,0</b>   | <b>0,4</b>    | <b>5,6</b>    | <b>8,9</b>   |               |              |
| +/- Variación del CAPEX  | (0,7)         | (8,7)         | (19,7)        | (41,5)        | 31,4          | 9,0           | 0,6          |               |              |
| +/- Variación del resultado financiero neto                                      | (1,2)         | 2,1           | (5,1)         | (5,9)         | (4,8)         | 2,2           | 2,8          |               |              |
| +/- Variación de impuestos   | 0,8           | (0,2)         | 1,7           | (2,7)         | 1,9           | -             | -            |               |              |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 | <b>0,9</b>    | <b>(8,5)</b>  | <b>(14,9)</b> | <b>(19,2)</b> | <b>28,8</b>   | <b>16,8</b>   | <b>12,2</b>  |               |              |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   | <b>(3,4)</b>  | <b>(11,9)</b> | <b>(26,8)</b> | <b>(46,0)</b> | <b>(17,2)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>11,8</b>  |               |              |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b> | TACC          |              |
| <b>EBIT</b>  | <b>7,5</b>    | <b>10,8</b>   | <b>17,0</b>   | <b>22,4</b>   | <b>24,0</b>   | <b>26,8</b>   | <b>34,7</b>  | <b>43,8%</b>  | <b>15,7%</b> |
| * Tasa fiscal teórica  | 0,0%          | 23,4%         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 10,0%        |               |              |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -             | (2,5)         | -             | -             | -             | -             | (3,5)        |               |              |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>30,9</b>   | <b>36,4</b>   | <b>50,2</b>   | <b>62,0</b>   | <b>72,5</b>   | <b>79,4</b>   | <b>88,2</b>  | <b>26,2%</b>  | <b>12,5%</b> |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | (4,7)         | (6,0)         | (6,5)         | (6,7)         | (6,7)         | (6,7)         | (6,7)        |               |              |
| +/- Var. Capital circulante  | 0,2           | (5,8)         | (10,9)        | 8,5           | (1,7)         | (2,9)         | (2,9)        |               |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>26,3</b>   | <b>24,6</b>   | <b>32,8</b>   | <b>63,8</b>   | <b>64,2</b>   | <b>69,8</b>   | <b>78,7</b>  | <b>34,3%</b>  | <b>7,2%</b>  |
| - CAPEX  | (22,4)        | (31,1)        | (50,8)        | (92,4)        | (61,0)        | (52,0)        | (51,5)       |               |              |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -             | (2,5)         | -             | -             | -             | -             | (3,5)        |               |              |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 | <b>3,9</b>    | <b>(9,0)</b>  | <b>(18,0)</b> | <b>(28,6)</b> | <b>3,2</b>    | <b>17,8</b>   | <b>23,7</b>  | <i>n.a.</i>   | <b>41,5%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              | 47,4%         | -329,8%       | -100,8%       | -58,3%        | 111,1%        | 461,1%        | 33,5%        |               |              |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>                        | 2,9%          | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | 1,0%          | 5,3%          | 6,5%         |               |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | (5,6)         | (8,7)         | (6,2)         | (19,9)        | (11,0)        | -             | -            |               |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -            |               |              |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  | <b>(1,7)</b>  | <b>(17,7)</b> | <b>(24,2)</b> | <b>(48,5)</b> | <b>(7,8)</b>  | <b>17,8</b>   | <b>23,7</b>  | <i>n.a.</i>   | <b>35,5%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   | -102,9%       | -918,6%       | -36,8%        | -100,5%       | 83,9%         | 326,9%        | 33,5%        |               |              |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>                   | 0,9%          | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | 0,8%          | 4,3%          | 5,7%         |               |              |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>                                 | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | 4,3%          | 5,7%         |               |              |

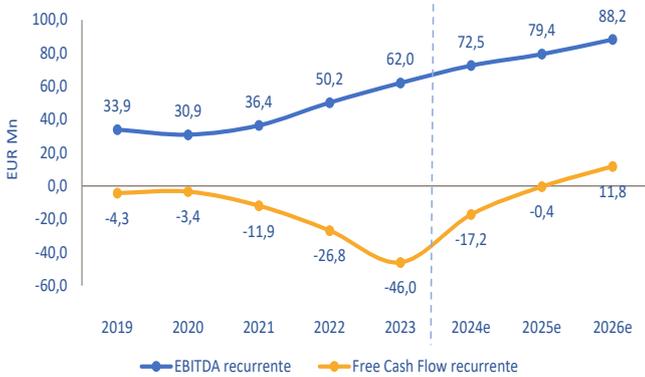
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)**



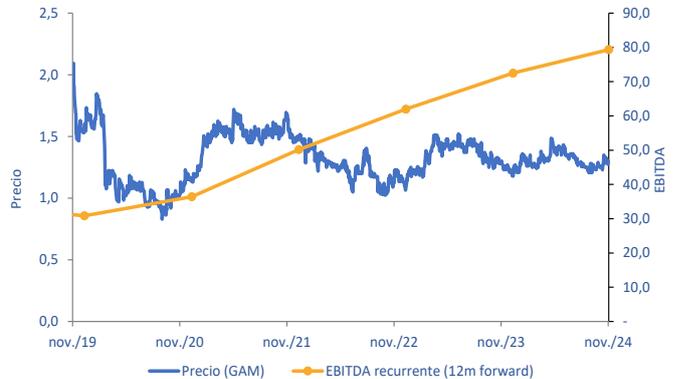
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)**



**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                         | 123,0        |               |
| + Minoritarios                     | 2,1          | Rdos. 6m 2024 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 40,5         | Rdos. 6m 2024 |
| + Deuda financiera neta            | 254,2        | Rdos. 6m 2024 |
| - Inmovilizado financiero          | 2,8          | Rdos. 6m 2024 |
| +/- Otros                          |              |               |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>417,0</b> |               |

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

| Comportamiento histórico<br>(EUR Mn) |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | TACC   |  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
|                                      | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 13-23  | 23-26e |  |
| Total Ingresos                       | 120,8  | 103,9  | 105,1  | 105,2  | 116,4  | 132,0  | 143,1  | 134,1  | 169,1  | 225,8  | 283,6  | 312,1  | 337,4  | 364,9  | 8,9%   | 8,8%   |  |
| Cto. Total ingresos                  | -13,5% | -14,0% | 1,2%   | 0,0%   | 10,7%  | 13,4%  | 8,4%   | -6,3%  | 26,1%  | 33,5%  | 25,6%  | 10,1%  | 8,1%   | 8,1%   |        |        |  |
| EBITDA                               | 5,0    | 4,8    | 6,1    | 14,1   | 22,4   | 31,9   | 32,8   | 29,8   | 35,7   | 50,2   | 62,0   | 72,5   | 79,4   | 88,2   | 28,7%  | 12,5%  |  |
| Cto. EBITDA                          | -54,6% | -4,1%  | 27,6%  | 133,2% | 58,7%  | 42,1%  | 2,7%   | -8,9%  | 19,8%  | 40,4%  | 23,6%  | 16,9%  | 9,5%   | 11,1%  |        |        |  |
| EBITDA/Ingresos                      | 4,1%   | 4,6%   | 5,8%   | 13,4%  | 19,3%  | 24,2%  | 22,9%  | 21,1%  | 22,2%  | 21,9%  | 22,2%  | 23,2%  | 23,5%  | 24,2%  |        |        |  |
| Beneficio neto                       | (17,1) | (28,3) | (5,8)  | (11,1) | (7,7)  | (4,0)  | 40,0   | 1,1    | 2,6    | 7,7    | 9,1    | 6,3    | 10,8   | 17,4   | 9,7%   | 24,3%  |  |
| Cto. Beneficio neto                  | 72,2%  | -65,7% | 79,4%  | -91,5% | 30,5%  | 47,9%  | n.a.   | -97,1% | 130,4% | 193,1% | 17,7%  | -30,9% | 72,8%  | 60,8%  |        |        |  |
| Nº Acciones Ajustado (Mn)            | 6,5    | 24,4   | 43,4   | 43,5   | 43,5   | 36,0   | 66,2   | 94,6   | 94,6   | 94,2   | 94,2   | 94,6   | 94,6   | 94,6   |        |        |  |
| BPA (EUR)                            | -2,64  | -1,16  | -0,13  | -0,26  | -0,18  | -0,11  | 0,60   | 0,01   | 0,03   | 0,08   | 0,10   | 0,07   | 0,11   | 0,18   | 7,4%   | 24,1%  |  |
| Cto. BPA                             | 74,7%  | 56,2%  | 88,4%  | -90,8% | 30,5%  | 36,9%  | n.a.   | -98,0% | n.a.   | n.a.   | 17,7%  | -31,1% | 72,8%  | 60,8%  |        |        |  |
| BPA ord. (EUR)                       | -2,64  | -1,16  | -0,13  | -0,26  | -0,18  | -0,11  | 0,00   | 0,02   | 0,03   | 0,07   | 0,07   | 0,04   | 0,09   | 0,18   | 7,3%   | 35,7%  |  |
| Cto. BPA ord.                        | 74,7%  | 56,2%  | 88,4%  | -90,8% | 30,5%  | 36,9%  | 96,4%  | n.a.   | 70,4%  | n.a.   | 0,8%   | -47,1% | n.a.   | n.a.   |        |        |  |
| CAPEX                                | (0,3)  | (0,3)  | (23,7) | (31,3) | (22,9) | (24,8) | (21,8) | (22,4) | (31,1) | (50,8) | (92,4) | (61,0) | (52,0) | (51,5) |        |        |  |
| CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>            | 0,2%   | 0,2%   | 22,6%  | 29,8%  | 19,7%  | 18,8%  | 15,2%  | 16,7%  | 18,4%  | 22,5%  | 32,6%  | 19,5%  | 15,4%  | 14,1%  |        |        |  |
| Free Cash Flow                       | 38,4   | 16,5   | (2,6)  | (14,2) | 11,4   | 9,2    | 50,8   | (10,1) | (21,3) | (33,0) | (65,9) | (28,2) | (0,4)  | 11,8   | -14,0% | 29,6%  |  |
| DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         | n.a.   | n.a.   | 27,1x  | 12,3x  | 7,8x   | 5,9x   | 3,7x   | 3,6x   | 4,1x   | 3,6x   | 4,0x   | 3,8x   | 3,5x   | 3,0x   |        |        |  |
| PER (x)                              | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 2,5x   | 94,4x  | 53,7x  | 13,0x  | 12,3x  | 19,6x  | 11,3x  | 7,1x   |        |        |  |
| EV/Vtas (x)                          | 2,65x  | 2,64x  | 2,32x  | 2,54x  | 1,98x  | 1,74x  | 1,59x  | 1,69x  | 1,87x  | 1,41x  | 1,45x  | 1,34x  | 1,24x  | 1,14x  |        |        |  |
| EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         | n.a.   | n.a.   | 40,2x  | 18,9x  | 10,3x  | 7,2x   | 6,9x   | 7,6x   | 8,8x   | 6,3x   | 6,6x   | 5,7x   | 5,3x   | 4,7x   |        |        |  |
| Comport. Absoluto                    | 80,0%  | -70,8% | 14,3%  | 16,7%  | -41,1% | -22,4% | 56,3%  | -25,5% | 31,1%  | -28,8% | 10,8%  | 10,2%  |        |        |        |        |  |
| Comport. Relativo vs Ibx 35          | 48,2%  | -71,9% | 23,1%  | 19,1%  | -45,1% | -8,8%  | 39,8%  | -11,9% | 21,5%  | -24,6% | -9,7%  | -4,5%  |        |        |        |        |  |

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 2024e

| Dato                          | EUR Mn                  | Europa         |        |             |          | USA            |              |                  | GAM    |
|-------------------------------|-------------------------|----------------|--------|-------------|----------|----------------|--------------|------------------|--------|
|                               |                         | Ashtead Group  | VP     | Speedy Hire | Average  | United Rentals | Herc Rentals | H&E Equipment S. |        |
| Datos Mercado                 | Ticker (Factset)        | AHT-GB         | VP-GB  | SDY-GB      |          | URI-US         | HRI-US       | HEES-US          | GAM-ES |
|                               | País                    | United Kingdom |        |             |          | USA            | USA          | USA              | Spain  |
|                               | Market cap              | 33.316,8       | 283,8  | 156,7       |          | 53.539,3       | 6.082,6      | 2.066,5          | 123,0  |
|                               | Enterprise value (EV)   | 43.355,8       | 504,2  | 404,3       |          | 66.926,4       | 10.895,2     | 3.748,2          | 417,0  |
| Información financiera básica | Total Ingresos          | 10.870,9       | 447,3  | 530,8       |          | 14.595,1       | 3.399,7      | 1.446,5          | 312,1  |
|                               | Cto.Total Ingresos      | 4,6%           | 0,8%   | 4,7%        | 3,4%     | 6,0%           | 7,8%         | 2,5%             | 5,4%   |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 7,9%           | 4,5%   | 4,6%        | 5,7%     | 4,8%           | 6,5%         | 6,0%             | 5,7%   |
|                               | EBITDA                  | 4.986,6        | 131,7  | 127,5       |          | 6.852,3        | 1.512,4      | 639,7            | 72,5   |
|                               | Cto. EBITDA             | 6,5%           | -16,9% | 9,3%        | -0,4%    | 7,5%           | 11,0%        | -3,1%            | 5,1%   |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 8,8%           | 5,0%   | 6,0%        | 6,6%     | 4,9%           | 7,2%         | 0,7%             | 4,3%   |
|                               | EBITDA/Ingresos         | 45,9%          | 29,4%  | 24,0%       | 33,1%    | 46,9%          | 44,5%        | 44,2%            | 45,2%  |
|                               | EBIT                    | 2.695,4        | 57,6   | 39,9        |          | 4.012,1        | 718,9        | 225,6            | 24,0   |
|                               | Cto. EBIT               | 6,1%           | 22,8%  | 25,3%       | 18,1%    | 8,3%           | 12,9%        | -15,9%           | 1,8%   |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 10,7%          | 6,6%   | 14,9%       | 10,7%    | 6,6%           | 9,4%         | 4,8%             | 6,9%   |
|                               | EBIT/Ingresos           | 24,8%          | 12,9%  | 7,5%        | 15,1%    | 27,5%          | 21,1%        | 15,6%            | 21,4%  |
|                               | Beneficio Neto          | 1.624,8        | 32,4   | 13,9        |          | 2.522,2        | 363,3        | 116,2            | 6,3    |
|                               | Cto. Beneficio Neto     | 6,2%           | 609,0% | 327,4%      | 314,2%   | 8,3%           | 9,0%         | -28,6%           | -3,7%  |
| 2y TACC (2024e - 2026e)       | 14,8%                   | 12,7%          | 48,3%  | 25,2%       | 7,5%     | 15,0%          | 7,7%         | 10,1%            |        |
| CAPEX/Ventas                  | 22,6%                   | 15,3%          | 11,0%  | 16,3%       | 20,4%    | 29,0%          | 26,2%        | 25,2%            |        |
| Free Cash Flow                | 1.401,7                 | 29,7           | 15,2   |             | 1.993,9  | 277,0          | 211,3        | (28,2)           |        |
| Deuda financiera Neta         | 9.433,5                 | 199,7          | 191,0  |             | 11.874,8 | 3.894,6        | 1.686,2      | 274,2            |        |
| DN/EBITDA (x)                 | 1,9                     | 1,5            | 1,5    | 1,6         | 1,7      | 2,6            | 2,6          | 2,3              |        |
| Pay-out                       | 28,0%                   | 58,6%          | 104,5% | 63,7%       | 17,0%    | 19,2%          | 32,8%        | 23,0%            |        |
| Múltiplos y Ratios            | P/E (x)                 | 20,4           | 8,6    | 7,9         | 12,3     | 19,6           | 16,7         | 17,7             | 18,0   |
|                               | P/BV (x)                | 4,4            | 1,5    | 0,7         | 2,2      | 6,3            | 4,0          | 3,4              | 4,6    |
|                               | EV/Ingresos (x)         | 4,0            | 1,1    | 0,8         | 2,0      | 4,6            | 3,2          | 2,6              | 3,5    |
|                               | EV/EBITDA (x)           | 8,7            | 3,8    | 3,2         | 5,2      | 9,8            | 7,2          | 5,9              | 7,6    |
|                               | EV/EBIT (x)             | 16,1           | 8,8    | 10,1        | 11,7     | 16,7           | 15,2         | 16,6             | 16,2   |
|                               | ROE                     | 21,5           | 17,1   | 9,2         | 16,0     | 32,3           | 23,9         | 19,4             | 25,2   |
|                               | FCF Yield (%)           | 4,2            | 10,5   | 9,7         | 8,1      | 3,7            | 4,6          | 10,2             | 6,2    |
|                               | DPA                     | 1,04           | 0,48   | 0,03        | 0,52     | 6,25           | 2,44         | 1,06             | 3,25   |
| Dvd Yield                     | 1,4%                    | 6,8%           | 9,3%   | 5,8%        | 0,8%     | 1,1%           | 1,9%         | 1,3%             |        |

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 91 563 19 72  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

**Alfredo Echevarría Otegui**  
Head of research  
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

**Luis Esteban Arribas, CESGA**  
Equity research  
luis.esteban@institutodeanalistas.com

**José Miguel Cabrera van Grieken**  
Equity research  
Jose.cabrera@institutodeanalistas.com

**Jesús López Gómez, CESGA**  
ESG Analyst & Data analytics  
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

---

*All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](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](mailto: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                    |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|---|-----------------------------|
| 25-Nov-2024   | n.a.          | 1,30         | n.a.              | n.a.          | Resultados 9m 2024                        | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 26-Jul-2024   | n.a.          | 1,35         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2024                        | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 27-May-2024   | n.a.          | 1,40         | n.a.              | n.a.          | Small & Micro Caps (España)               | Alfredo Echevarría Otegui   |
| 01-Mar-2024   | n.a.          | 1,27         | n.a.              | n.a.          | Resultados 12m 2023                       | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 10-Nov-2023   | n.a.          | 1,29         | n.a.              | n.a.          | Resultados 9m 2023                        | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 01-Ago-2023   | n.a.          | 1,47         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2023                        | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 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         |

