Resultados 6m 2025
Opinión [1]: En línea
Impacto [1]: Mantenemos estimaciones

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@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 c.80 delegaciones en 8 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (58 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>80% en 2024) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c.16%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	124,9	143,4
EV (Mn EUR y USD) [2]	433,1	497,2
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,35 / 1,27 / 1,08	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación[3]	5,5	
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	6,1
Banco Santander	4,5
Free Float	20,7

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,2	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	304,0	327,8	349,0	369,1
EBITDA Rec.	66,0	72,4	78,5	84,5
% Var.	*6,5*	*9,7*	*8,5*	*7,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*21,7*	*22,1*	*22,5*	*22,9*
% Var EBITDA sector [4]	*5,3*	*9,7*	*10,0*	*8,8*
Beneficio neto	4,4	5,6	11,1	16,3
BPA (EUR)	0,05	0,06	0,12	0,17
% Var.	*-51,5*	*27,0*	*97,7*	*47,1*
BPA ord. (EUR)	0,03	0,06	0,12	0,17
% Var.	*-60,9*	*119,4*	*85,2*	*47,1*
Free Cash Flow Rec.[5]	-25,7	-11,1	-4,8	1,8
Pay-out (%)	*3,5*	*3,5*	*3,5*	*3,5*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
Deuda financiera neta	258,3	271,1	276,3	275,0
DN / EBITDA Rec.(x)	3,9	3,7	3,5	3,3
ROE (%)	*4,2*	*5,2*	*9,6*	*12,6*
ROCE (%)[5]	*5,9*	*5,9*	*6,5*	*7,0*

Ratios y Múltiplos (x)[6]				
PER	28,3	22,3	11,3	7,7
PER Ordinario	45,8	20,9	11,3	7,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	*0,1*	*0,2*	*0,3*	*0,5*
EV/Ventas	1,42	1,32	1,24	1,17
EV/EBITDA Rec.	6,6	6,0	5,5	5,1
EV/EBIT	17,7	16,9	13,3	11,4
FCF Yield (%)[5]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5*

(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.

Rdos. 1S25: crecimiento y mejora de márgenes, que comienza a trasladarse a beneficio neto

CONTINÚA EL CRECIMIENTO DE INGRESOS EN 1S25 (+6% VS 1S24). GAM cierra el 1S25 con unos ingresos de EUR 152,1 Mn (+6% vs 1S24). Crecimiento impulsado por los negocios de largo plazo (+12%) y sin CAPEX (+6%). El negocio de alquiler a corto plazo, más expuesto a la volatilidad macroeconómica, muestra desaceleración (+3% vs 1S24), principalmente en Latam (México). Por geografías, destaca la evolución de Iberia (+10%) y MiddleEast & North Africa (+19%). Latam se contrae un -16% vs 1S24, afectada por el negocio de corto plazo.

MEJORA SIGNIFICATIVA DE EBITDA REC. (+16% VS 1S24). Como consecuencia principalmente de la buena evolución de Iberia. La mayor tasa de ocupación mejora el margen por apalancamiento operativo. Lo que se traduce en un EBITDA rec. de EUR 36,1 Mn (+16% vs 1S24) y sitúa el margen EBITDA (excluyendo activaciones) en el 23,7% (+2.0 p.p. vs 1S24).

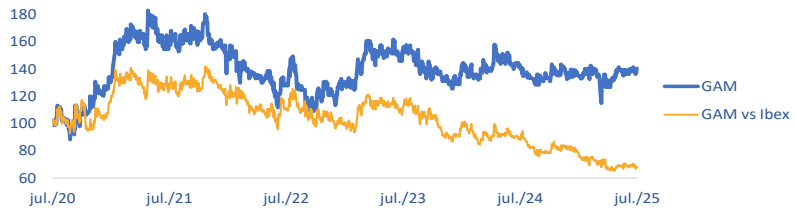
QUE COMIENZA A TRASLADARSE A BENEFICIO NETO. El mantenimiento de los gastos financieros permite trasladar el crecimiento y el incremento de márgenes a beneficio neto, que se eleva hasta EUR 2,9 Mn (+c. 31% vs 1S24). El ajuste progresivo de la bajada de tipos de interés (2% junio 2025 vs 4% enero 2024) comienza a reflejarse durante 2025e.

DEUDA NETA ESTABLE (EUR 266,1 MN; +3% VS 2024). Principalmente por la mayor generación de caja (por mayores márgenes operativos) y control del CAPEX (EUR 29,6 Mn). Lo que hará posible reducir ligeramente su nivel de endeudamiento DN/EBITDA 2025e 3,7x (vs c. 4x en 2024). Hoy la deuda sigue siendo el principal desafío de GAM.

MANTENEMOS ESTIMACIONES 2025E. Ante unos resultados 1S25 marcados por la evolución de Iberia y el crecimiento del negocio a largo plazo, esperamos una mayor contribución del resto de segmentos durante el año. Ingresos 2025e de EUR 327,8 Mn (+7,8% vs 2024) y un EBITDA rec. (excluyendo activaciones) de EUR 72,4 Mn (margen del 22,1%; +0,4 p.p. vs 2024).

CONCLUSIÓN: GAM SIGUE AVANZANDO PARA REDUCIR LA "PESADA ESTRUCTURA" del negocio (alto CAPEX, amortización y elevada deuda). La mejora del margen operativo, junto a la bajada de tipos de interés, debería permitir un crecimiento del Beneficio neto y FCF. Hoy cotizando a múltiplos en línea con sus comparables europeos.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,3	10,0	-0,4	4,8	9,1	40,5
vs Ibex 35	-0,4	1,6	-22,4	-15,5	-38,1	-31,7
vs Ibex Small Cap Index	2,7	4,1	-14,2	-14,3	-15,2	-15,0
vs Eurostoxx 50	0,6	5,2	-10,6	-4,9	-25,0	-16,4
vs Índice del sector[4]	-0,2	-2,4	-18,4	-11,1	-30,4	-28,7

(*) 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.

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965

Tabla 1. Resultados 1S25

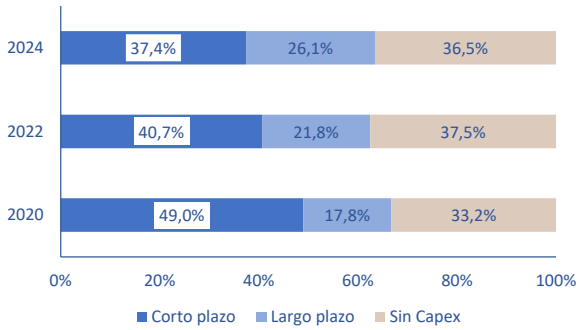
EUR Mn	6m25 Real	6m24	6m25 Real vs 6m24	2025e	2025e vs 2024
Corto plazo	56,9	55,4	2,7%	116,0	2,0%
Largo plazo	42,8	38,3	11,7%	86,3	9,0%
Sin Capex	52,4	49,6	5,6%	125,5	13,0%
Total Ingresos	**152,1**	**143,3**	**6,1%**	**327,8**	**7,8%**
EBITDA (Recurrente)[1]	**36,1**	**31,2**	**15,8%**	**72,4**	**9,7%**
EBITDA Rec. / Ingresos	*23,7%*	*21,7%*	*2,0 p.p.*	*22,1%*	*0,4 p.p.*
EBITDA[1]	**36,1**	**31,2**	**15,8%**	**70,9**	**7,4%**
EBITDA / Ingresos	*23,7%*	*21,7%*	*2,0 p.p.*	*21,6%*	*-0,1 p.p.*
EBIT	**14,0**	**9,6**	**46,5%**	**25,6**	**4,8%**
EBIT/ Ingresos	*9,2%*	*6,7%*	*2,5 p.p.*	*7,8%*	*-0,2 p.p.*
BAI	**3,8**	**0,1**	**n.a.**	**4,5**	**67,5%**
Beneficio Neto	**2,9**	**2,2**	**30,5%**	**5,6**	**27,5%**

	6m25 Real	2024	6m25 Real vs 2024	2025e
Deuda Neta	266,1	258,3	3,0%	271,1

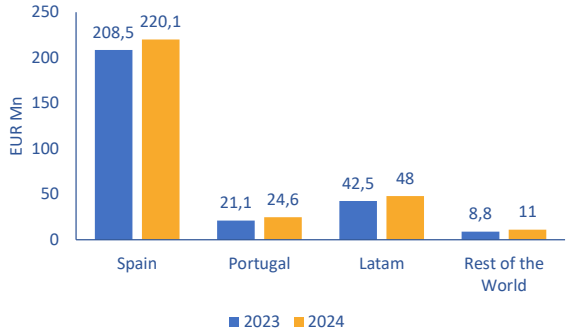
(1) EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de ingresos por capitalización de gastos.

La compañía en 8 gráficos

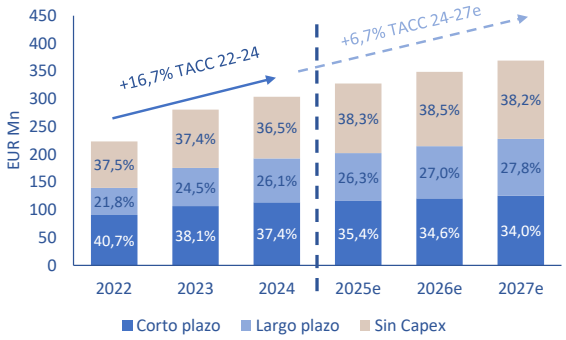
GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios rec. y sin Capex ya representan el 63% de las ventas



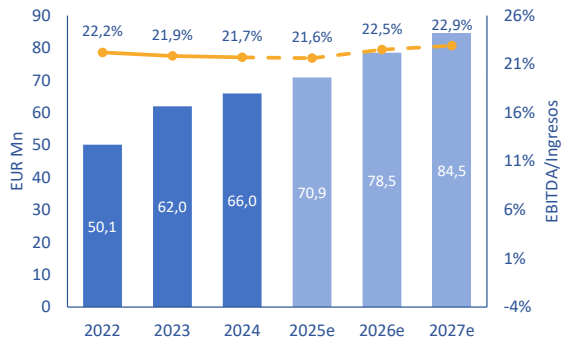
Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)



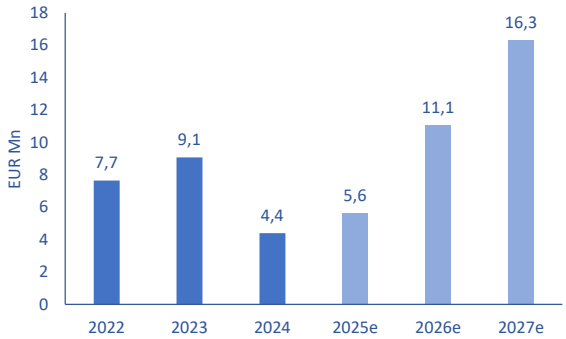
Los negocios recurrentes (l/p) y sin Capex serán los motores del crecimiento a m/p (+6,7% TACC 24-27e)



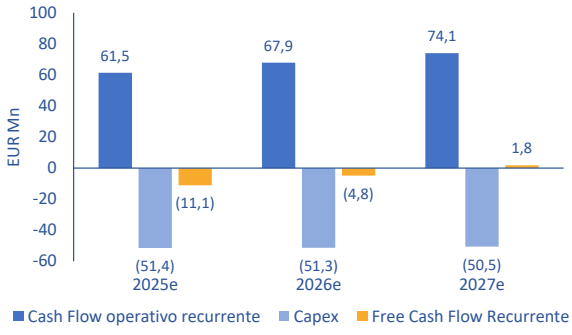
EBITDA 2024-2027e: +9% TACC (24-27e)



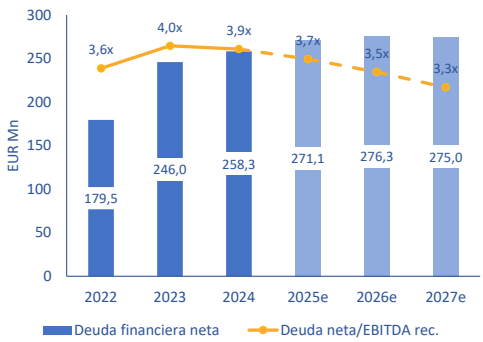
A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto



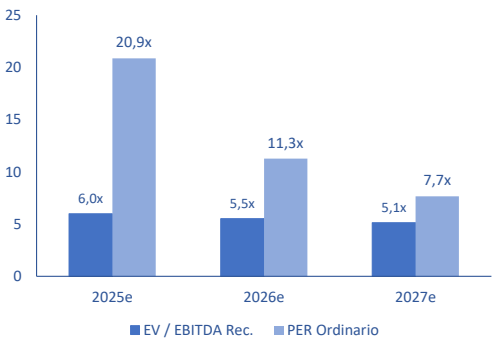
Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF



Y, tras el M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 4x DN/EBITDA



Cotizando a unos múltiplos de EV/EBITDA 2027e 5,1x y PER 2027e 7,7x



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**10,0**	**13,4**	**17,9**	**353,9**

Market Cap	**124,9**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**266,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2025)		
			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)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	31,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	68,1%	D	=	=
WACC	**6,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,1%**	**7,1%**
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 Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Ashtead Group	AHT-GB	24.998,8	17,9	13,6%	7,6	6,4%	3,5	5,6%	46,3%	8,1%	-11,3%
VP	VP-GB	278,9	8,8	6,8%	3,9	5,0%	1,1	4,5%	28,9%	10,3%	17,6%
Speedy Hire	SDY-GB	166,0	12,2	38,0%	3,5	6,6%	0,8	4,5%	23,2%	9,6%	24,8%
HSS Hire Group	HSS-GB	73,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Europa			**13,0**	**19,5%**	**5,0**	**6,0%**	**1,8**	**4,8%**	**32,8%**	**9,3%**	**10,4%**
United Rentals	URI-US	49.344,3	20,3	11,3%	9,6	5,2%	4,4	5,0%	45,8%	4,1%	13,9%
Herc Rentals	HRI-US	3.397,2	11,2	25,5%	7,7	3,0%	3,2	-0,1%	42,0%	6,8%	33,6%
USA			**15,7**	**18,4%**	**8,7**	**4,1%**	**3,8**	**2,4%**	**43,9%**	**5,5%**	**23,7%**
GAM	**GAM-ES**	**124,9**	**22,3**	**70,6%**	**6,0**	**9,2%**	**1,3**	**6,1%**	**21,6%**	**n.a.**	**46,4%**

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	24,7%	86,2	5,0x
Central	22,5%	78,5	5,5x
Min	20,3%	70,8	6,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	13,2%	14,7%	16,2%
86,2	8,1	2,8	(2,4)
78,5	0,4	(4,8)	(10,1)
70,8	(7,3)	(12,5)	(17,7)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	6,5%	2,3%	n.a.
Central	0,3%	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	21,2	22,3	24,4	22,0	23,9	23,9	23,9	23,9
Inmovilizado material	151,7	201,3	237,3	328,5	335,0	349,0	362,3	374,2
Otros activos no corrientes	6,8	6,9	6,9	11,5	15,4	16,5	16,5	16,5
Inmovilizado financiero	3,6	3,8	5,7	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8
Fondo de comercio y otros intangibles	19,8	20,5	25,4	28,5	29,4	29,4	29,4	29,4
Activo circulante	49,9	70,6	92,4	105,3	114,4	123,4	131,3	138,9
Total activo	**253,0**	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**545,0**	**566,1**	**585,6**
Patrimonio neto	81,9	84,5	93,5	101,9	105,2	110,6	121,3	137,0
Minoritarios	0,3	0,4	4,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Provisiones y otros pasivos a LP	13,7	30,7	39,2	52,3	59,1	59,1	59,1	59,1
Otros pasivos no corrientes	18,5	17,2	19,9	18,5	20,7	20,7	20,7	20,7
Deuda financiera neta	108,6	147,5	179,5	246,0	258,3	271,1	276,3	275,0
Pasivo circulante	30,0	44,9	55,8	77,3	75,5	81,4	86,7	91,7
Total pasivo	**253,0**	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**545,0**	**566,1**	**585,6**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**134,1**	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**327,8**	**349,0**	**369,1**	***22,7%***	***6,7%***
Cto.Total Ingresos	*-6,3%*	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*7,8%*	*6,5%*	*5,7%*		
Coste de ventas	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(105,5)	(110,5)	(122,0)	(129,9)	(136,8)		
Margen Bruto	**91,9**	**109,0**	**145,1**	**178,0**	**193,6**	**205,8**	**219,2**	**232,2**	***20,5%***	***6,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*68,5%*	*64,4%*	*64,3%*	*62,8%*	*63,7%*	*62,8%*	*62,8%*	*62,9%*		
Gastos de personal	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(68,0)	(76,5)	(80,4)	(84,8)	(89,1)		
Otros costes de explotación	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(48,1)	(51,1)	(53,1)	(55,9)	(58,6)		
EBITDA recurrente	**30,9**	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***20,9%***	***8,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-9,0%*	*18,0%*	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*9,7%*	*8,5%*	*7,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*23,0%*	*21,5%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*22,1%*	*22,5%*	*22,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,0)	(0,7)	-	-	-	(1,5)	-	-		
EBITDA	**29,8**	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**70,9**	**78,5**	**84,5**	***22,0%***	***8,6%***
Depreciación y provisiones	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(33,4)	(32,0)	(34,8)	(35,7)	(36,5)		
Gastos capitalizados	6,3	7,2	8,0	10,1	13,4	13,0	13,9	14,7		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(16,2)	(22,9)	(23,6)	(24,2)	(24,7)		
EBIT	**7,5**	**10,8**	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**25,6**	**32,6**	**38,0**	***34,2%***	***15,9%***
Cto.EBIT	*-30,8%*	*43,6%*	*56,2%*	*32,5%*	*9,1%*	*4,8%*	*27,1%*	*16,8%*		
EBIT / Ingresos	*5,6%*	*6,4%*	*7,5%*	*7,9%*	*8,0%*	*7,8%*	*9,3%*	*10,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	0,8	0,8	-	-	-		
Resultado financiero neto	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(16,3)	(22,5)	(21,1)	(20,3)	(18,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,3	0,2	(0,3)	0,0	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,8**	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**4,5**	**12,3**	**19,2**	***33,4%***	***92,8%***
Cto.Beneficio ordinario	*161,2%*	*316,4%*	*100,1%*	*-1,7%*	*-61,3%*	*67,5%*	*174,6%*	*55,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,8**	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**4,5**	**12,3**	**19,2**	***33,4%***	***92,8%***
Impuestos	0,3	(0,8)	0,8	2,1	1,7	1,1	(1,2)	(2,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*23,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,0%*	*15,0%*		
Minoritarios	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,1**	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**5,6**	**11,1**	**16,3**	***40,1%***	***54,8%***
Cto.Beneficio neto	*-97,1%*	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*27,5%*	*97,7%*	*47,1%*		
Beneficio ordinario neto	**1,9**	**3,2**	**6,8**	**6,9**	**2,7**	**6,0**	**11,1**	**16,3**	***10,0%***	***81,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*795,1%*	*70,3%*	*116,2%*	*1,6%*	*-60,9%*	*120,2%*	*85,2%*	*47,1%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**72,4**	**78,5**	**84,5**	***20,9%***	***8,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,9)	(7,9)	(7,9)		
Var.capital circulante						(3,0)	(2,7)	(2,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**61,5**	**67,9**	**74,1**	***15,8%***	***16,1%***
CAPEX						(51,4)	(51,3)	(50,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(21,1)	(20,3)	(18,9)		
Impuestos						-	(1,2)	(2,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**	***-65,5%***	***27,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***0,1%***	***29,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,2)	(0,4)	(0,6)		
Variación de Deuda financiera neta						**12,8**	**5,2**	**(1,3)**		

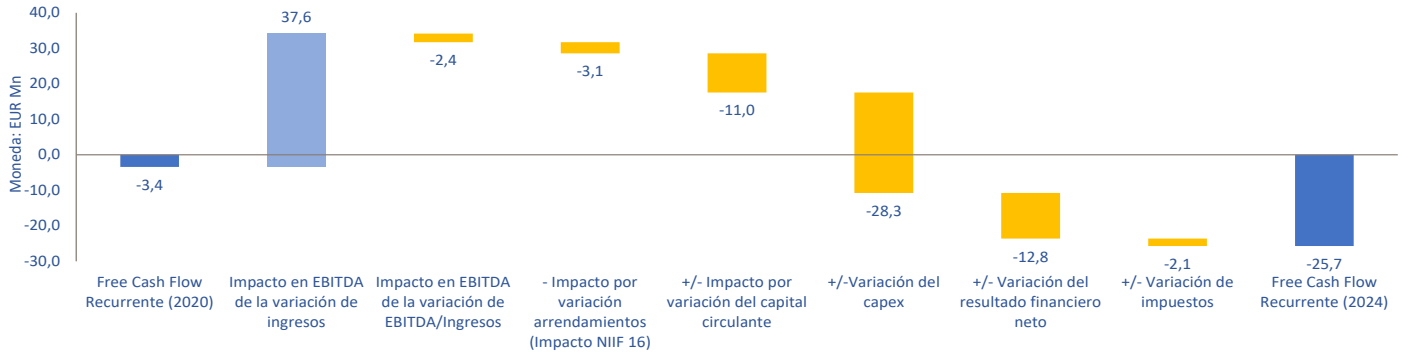
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***21,9%***	***8,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*18,0%*	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*9,7%*	*8,5%*	*7,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*21,5%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*22,1%*	*22,5%*	*22,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)		
+/- Var. Capital circulante	(5,8)	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,0)	(2,7)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**24,6**	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**61,5**	**67,9**	**74,1**	***24,3%***	***16,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-6,5%*	*32,8%*	*94,8%*	*-25,8%*	*29,9%*	*10,5%*	*9,1%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*14,6%*	*14,5%*	*22,5%*	*15,6%*	*18,8%*	*19,5%*	*20,1%*		
- CAPEX	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,5)	(9,6)	(15,5)	(19,5)	(21,1)	(20,3)	(18,9)		
- Impuestos	(0,9)	0,8	(1,9)	(2,8)	-	(1,2)	(2,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**	***-29,3%***	***27,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-247,8%*	*-125,9%*	*-71,2%*	*44,2%*	*56,8%*	*56,4%*	*137,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,7)	-	-	15,6	(1,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(8,7)	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(21,3)**	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***22,1%***	***29,7%***
Cto. Free Cash Flow	*-110,9%*	*-55,1%*	*-99,7%*	*84,7%*	*-25,0%*	*61,6%*	*137,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		

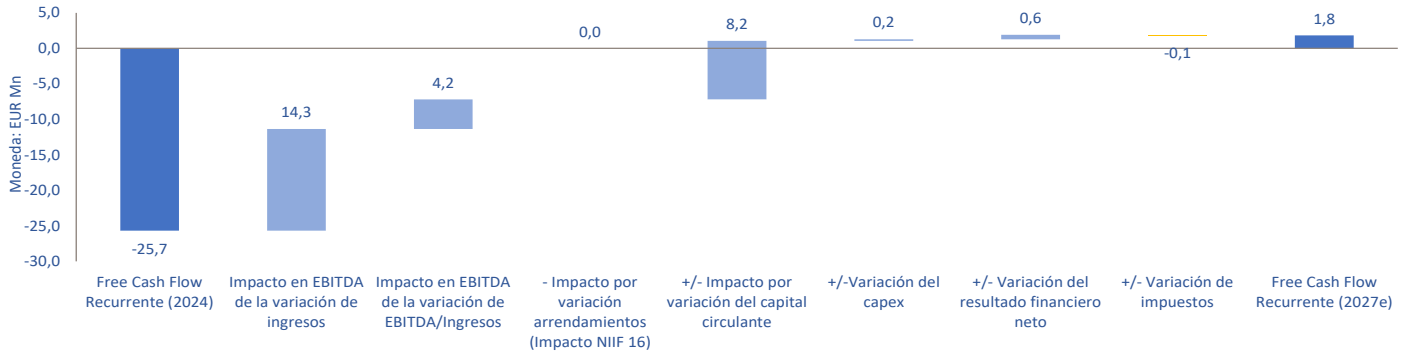
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(3,4)**	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	8,1	12,2	12,8	4,5	5,2	4,7	4,5
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,5)	1,5	(1,0)	(0,5)	1,2	1,4	1,5
= Variación EBITDA recurrente	**5,6**	**13,7**	**11,8**	**4,0**	**6,4**	**6,1**	**6,0**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(0,5)	(0,2)	(1,2)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,0)	(5,1)	19,4	(19,3)	7,7	0,3	0,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,7)**	**8,1**	**31,0**	**(16,4)**	**14,2**	**6,5**	**6,2**
+/-Variación del CAPEX	(8,7)	(19,7)	(41,5)	41,6	(0,7)	0,2	0,8
+/- Variación del resultado financiero neto	2,1	(5,1)	(5,9)	(4,0)	(1,6)	0,9	1,4
+/- Variación de impuestos	(0,2)	1,7	(2,7)	(0,9)	2,8	(1,2)	(1,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(8,5)**	**(15,0)**	**(19,2)**	**20,3**	**14,6**	**6,3**	**6,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**10,8**	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**25,6**	**32,6**	**38,0**	***31,2%***	***15,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*23,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*10,0%*	*15,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	-	-	-	-	(3,3)	(5,7)		
EBITDA recurrente	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***21,9%***	***8,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)		
+/- Var. Capital circulante	(5,8)	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,0)	(2,7)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**24,6**	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**61,5**	**67,9**	**74,1**	***24,3%***	***16,1%***
- CAPEX	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	-	-	-	-	(3,3)	(5,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(9,0)**	**(18,1)**	**(28,6)**	**(3,4)**	**10,0**	**13,4**	**17,9**	***27,5%***	***93,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-329,8%*	*-101,5%*	*-58,1%*	*88,0%*	*393,3%*	*33,5%*	*33,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	3,8%	4,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(8,7)	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(17,7)**	**(24,3)**	**(48,6)**	**(3,4)**	**10,0**	**13,4**	**17,9**	***42,2%***	***93,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-918,6%*	*-37,1%*	*-100,2%*	*93,0%*	*393,3%*	*33,5%*	*33,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*3,1%*	*4,1%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*3,1%*	*4,1%*		

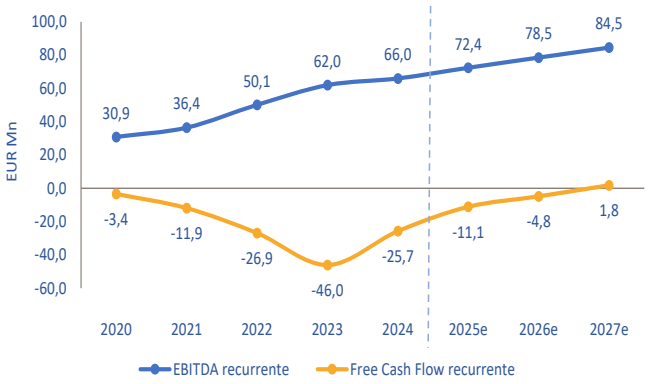
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



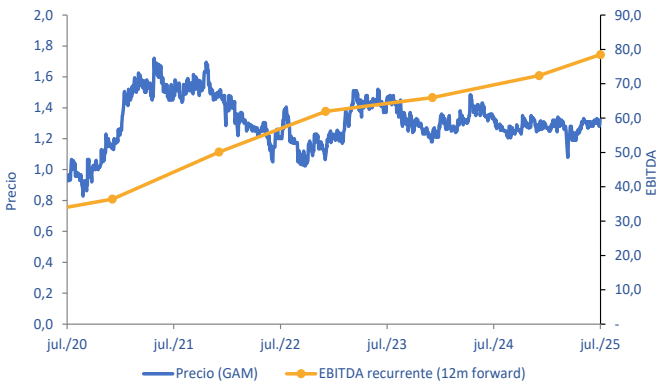
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



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	124,9	
+ Minoritarios	1,3	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	43,5	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	266,1	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	2,7	Rdos. 6m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**433,1**	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**103,9**	**105,1**	**105,2**	**116,4**	**132,0**	**142,7**	**134,1**	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**327,8**	**349,0**	**369,1**	***11,3%***	***6,7%***
Cto. Total ingresos	*-14,0%*	*1,2%*	*0,0%*	*10,7%*	*13,4%*	*8,1%*	*-6,0%*	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*7,8%*	*6,5%*	*5,7%*		
EBITDA	**4,8**	**6,1**	**14,1**	**22,4**	**31,9**	**35,2**	**29,8**	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**70,9**	**78,5**	**84,5**	***30,1%***	***8,6%***
Cto. EBITDA	*-4,1%*	*27,6%*	*133,2%*	*58,7%*	*42,1%*	*10,2%*	*-15,2%*	*19,8%*	*40,3%*	*23,6%*	*6,5%*	*7,4%*	*10,7%*	*7,6%*		
EBITDA/Ingresos	*4,6%*	*5,8%*	*13,4%*	*19,3%*	*24,2%*	*24,6%*	*22,2%*	*21,1%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*21,6%*	*22,5%*	*22,9%*		
Beneficio neto	**(28,3)**	**(5,8)**	**(11,1)**	**(7,7)**	**(4,0)**	**40,0**	**1,1**	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**5,6**	**11,1**	**16,3**	***8,0%***	***54,8%***
Cto. Beneficio neto	*-65,7%*	*79,4%*	*-91,5%*	*30,5%*	*47,9%*	*n.a.*	*-97,1%*	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*27,5%*	*97,7%*	*47,1%*		
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)	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,08	0,10	0,05	0,06	0,12	0,17	*7,2%*	*54,6%*
Cto. BPA	*-50,5%*	*94,6%*	*-7,9%*	*30,7%*	*47,9%*	*n.a.*	*-98,4%*	*61,2%*	*n.a.*	*18,9%*	*-51,5%*	*27,0%*	*97,7%*	*47,1%*		
BPA ord. (EUR)	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,03	0,03	0,07	0,07	0,03	0,06	0,12	0,17	*7,2%*	*81,5%*
Cto. BPA ord.	*-50,5%*	*94,6%*	*-7,9%*	*30,7%*	*47,9%*	*n.a.*	*-97,5%*	*19,1%*	*n.a.*	*2,0%*	*-60,9%*	*n.a.*	*85,2%*	*47,1%*		
CAPEX	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
CAPEX/Vtas %	*0,2%*	*22,6%*	*29,8%*	*19,7%*	*18,8%*	*15,3%*	*16,7%*	*18,4%*	*22,5%*	*32,6%*	*16,7%*	*15,7%*	*14,7%*	*13,7%*		
Free Cash Flow	**16,5**	**(2,6)**	**(14,2)**	**11,4**	**9,2**	**7,9**	**(10,1)**	**(21,3)**	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***-10,1%***	***29,7%***
DN/EBITDA (x) (2)	*n.a.*	*27,1x*	*12,3x*	*7,8x*	*5,9x*	*4,1x*	*3,6x*	*4,1x*	*3,6x*	*4,0x*	*3,9x*	*3,8x*	3,5x	3,3x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*66,1x*	*53,8x*	*13,2x*	*12,3x*	*27,0x*	*22,3x*	11,3x	7,7x		
EV/Vtas (x)	*2,64x*	*2,32x*	*2,54x*	*1,98x*	*1,74x*	*1,71x*	*1,69x*	*1,87x*	*1,41x*	*1,45x*	*1,43x*	*1,32x*	1,24x	1,17x		
EV/EBITDA (x) (2)	*n.a.*	*40,2x*	*18,9x*	*10,3x*	*7,2x*	*6,9x*	*7,6x*	*8,9x*	*6,3x*	*6,6x*	*6,6x*	*6,1x*	5,5x	5,1x		
Comport. Absoluto	*-70,8%*	*14,3%*	*16,7%*	*-41,1%*	*-22,4%*	*56,3%*	*-25,5%*	*31,1%*	*-28,8%*	*10,8%*	*6,8%*	*4,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-71,9%*	*23,1%*	*19,1%*	*-45,1%*	*-8,8%*	*39,8%*	*-11,9%*	*21,5%*	*-24,6%*	*-9,7%*	*-7,0%*	*-15,5%*				

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 2025e

		Europa				USA			
	EUR Mn	Ashtead Group	VP	Speedy Hire	Average	United Rentals	Herc Rentals	Average	GAM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB		URI-US	HRI-US		GAM-ES
	País	UK	UK	UK		USA	USA		Spain
	Market cap	24.998,8	278,9	166,0		49.344,3	3.397,2		124,9
	Enterprise value (EV)	33.929,0	510,5	419,1		61.458,4	11.962,5		433,1
Información financiera básica	Total Ingresos	9.626,6	447,9	517,0		13.953,7	3.701,9		327,8
	Cto.Total Ingresos	*-1,3%*	*1,8%*	*7,2%*	*2,6%*	*4,4%*	*19,1%*	*11,7%*	*7,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,6%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,8%*	*5,0%*	*-0,1%*	*2,4%*	*6,1%*
	EBITDA	4.453,1	129,5	119,9		6.386,0	1.553,8		70,9
	Cto. EBITDA	*-1,6%*	*5,9%*	*8,0%*	*4,1%*	*5,2%*	*15,2%*	*10,2%*	*7,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,4%*	*5,0%*	*6,6%*	*6,0%*	*5,2%*	*3,0%*	*4,1%*	*9,2%*
	EBITDA/Ingresos	*46,3%*	*28,9%*	*23,2%*	*32,8%*	*45,8%*	*42,0%*	*43,9%*	*21,6%*
	EBIT	2.328,8	55,0	35,4		3.585,7	659,5		25,6
	Cto. EBIT	*0,8%*	*32,5%*	*24,7%*	*19,3%*	*1,2%*	*1,9%*	*1,5%*	*4,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,0%*	*8,0%*	*18,1%*	*11,4%*	*7,2%*	*21,1%*	*14,2%*	*21,9%*
	EBIT/Ingresos	*24,2%*	*12,3%*	*6,8%*	*14,4%*	*25,7%*	*17,8%*	*21,8%*	*7,8%*
	Beneficio Neto	1.395,6	26,9	9,1		2.260,8	192,8		5,6
	Cto. Beneficio Neto	*2,2%*	*61,0%*	*813,6%*	*292,3%*	*0,8%*	*4,9%*	*2,8%*	*27,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*12,6%*	*15,7%*	*67,3%*	*31,9%*	*8,2%*	*56,3%*	*32,3%*	*70,6%*
	CAPEX/Ventas	*12,5%*	*14,7%*	*7,7%*	*11,6%*	*20,9%*	*23,2%*	*22,0%*	*15,7%*
	Free Cash Flow	2.030,2	28,6	16,0		2.031,3	232,4		(12,6)
	Deuda financiera Neta	7.988,2	190,3	251,5		11.392,2	6.549,4		271,1
	DN/EBITDA (x)	1,8	1,5	2,1	1,8	1,8	4,2	3,0	3,7
	Pay-out	*28,8%*	*68,1%*	*152,5%*	*83,1%*	*17,9%*	*33,4%*	*25,6%*	*3,5%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,9	8,8	12,2	13,0	20,3	11,2	15,7	22,3
	P/BV (x)	3,8	1,5	0,9	2,1	6,3	1,8	4,0	1,1
	EV/Ingresos (x)	3,5	1,1	0,8	1,8	4,4	3,2	3,8	1,3
	EV/EBITDA (x)	7,6	3,9	3,5	5,0	9,6	7,7	8,7	6,0
	EV/EBIT (x)	14,6	9,3	11,8	11,9	17,1	18,1	17,6	16,9
	ROE	*21,4*	*17,2*	*7,7*	*15,4*	*30,9*	*15,7*	*23,3*	*5,2*
	FCF Yield (%)	*8,1*	*10,3*	*9,6*	*9,3*	*4,1*	*6,8*	*5,5*	*n.a.*
	DPA	*0,92*	*0,46*	*0,03*	*0,47*	*6,09*	*2,27*	*4,18*	*0,00*
	Dvd Yield	*1,6%*	*6,7%*	*8,4%*	*5,5%*	*0,8%*	*2,2%*	*1,5%*	*0,2%*

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA
Equity research
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@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) 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
31-Jul-2025	n.a.	1,32	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
28-May-2025	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
03-Mar-2025	n.a.	1,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Pablo Victoria Rivera, CESGA
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

European Commission
LIGHTHOUSE WINNER 2020 Special Mention — European Small & Mid-Cap Awards — FESE EuropeanIssuers

60 años INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965
Ilusión, Esfuerzo y Ambición