

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Industrial - Alquiler de Maquinaria

Fecha del informe: 8 abr 2020

Hora distribución: 13:00

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 1,23 (7 abr 2020)

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

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	77,6	84,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	207,0	225,4
Número de Acciones (Mn)	63,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,12 / 1,40 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,11	
Rotación ⁽²⁾	36,2	
Thomson Reuters / Bloomberg	GALQ.MC / GALQ.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas	54,3
Pedro Luis Fernández	5,8
Indumenta Pueri	5,3
Banco Santander	4,5
Free Float	30,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	35,5	63,1	63,1	63,1
Total Ingresos	143,1	122,3	135,1	142,5
EBITDA Rec. ⁽³⁾	33,9	22,5	24,8	32,7
% Var.	25,7	-33,5	10,0	32,2
% EBITDA Rec./Ing.	23,7	18,4	18,3	23,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	17,6	-8,0	12,5	7,7
Beneficio neto	40,0	-4,9	0,4	8,7
BPA (EUR)	1,13	n.a.	0,01	0,14
% Var.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,14
% Var.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,3	0,2	1,4	4,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	121,9	118,0	105,3	97,3
DN / EBITDA Rec.(x)	3,6	5,2	4,2	3,0
ROE (%)	238,9	n.a.	0,9	17,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	6,2	0,1	2,7	7,8

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	8,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	8,9
P/BV	1,5	1,7	1,7	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,45	1,69	1,53	1,45
EV/EBITDA Rec.	6,1	9,2	8,4	6,3
EV/EBIT	19,0	n.a.	41,3	14,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	0,2	1,8	5,2

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 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.

Resiliencia, "stricto sensu"

2014-2019: UNA REESTRUCTURACIÓN PLENA. La GALQ de 2020 tiene poco (o nada) que ver con la de 2008. Por 4 razones: i) Recuperación de tasas de crecimiento de un dígito alto en ingresos (+7,5%, TACC 2015-2019); ii) "Salto" en EBITDA Rec. (+25%, TACC 2015-2019) y márgenes, iii) Eliminación del problema de deuda (que cae -55% desde 2014); y iv) Entrada en su accionariado de Francisco Riberas, dando auténtica estabilidad al proyecto industrial de GALQ.

CAER (MUCHO) EN 2020 PARECE INEVITABLE. Estimamos una fuerte caída de ingresos (EUR 122,3Mn; -14,5% vs 2019) y EBITDA (-33,5%) explicada por la violenta reducción de la actividad en el 2T20 como resultado de una economía mundial en "off" por el Covid-19. Caídas de c. -20% aún mantendrían la DN vs EBITDA 2019 < 4x.

2021, RECUPERACIÓN (AUNQUE PARCIAL) Y 2022, VUELTA A 2019. No hay visibilidad a 2 años vista. La hipótesis más racional es la de recuperar en 24m (post 2020) niveles de EBITDA similares a 2019 (c. EUR 33Mn) y márgenes del 23%. Una recuperación más lenta aún permitiría márgenes de c.20% en 2022 ¿Por qué?

RAZONES OBJETIVAS PARA CRECER (SUPERADO EL COVID-19). Más allá de su reestructuración de deuda, GALQ ha implantado (-5y) un cambio de modelo de negocio que es, en sí mismo, su Equity Story. Y el que da soporte a nuestros números: i) Entrada en el negocio de alquiler de L/P; ii) Entrada en negocios al margen del alquiler y sin CAPEX (distribución, mantenimiento); y iii) Posicionamiento (España y Latam) en dos zonas en las que cabe esperar una convergencia a tasas de utilización del alquiler (vs compra de maquinaria) similares a las de Europa Continental y USA (hoy 20 p.p por encima). Todo ello justifica esperar crecimiento en GALQ por encima de la macro y de su propio sector.

RESILIENCIA CREÍBLE. La combinación de la reestructuración (cerrada) y los argumentos de crecimiento a largo plazo por el reposicionamiento estratégico, explican la resiliencia de GALQ. Es decir, en sentido estricto, una capacidad creíble de recuperar el nivel de EBITDA de 2019 en dos años. GALQ está en una posición óptima para aprovechar el incremento de subcontratación (y el alquiler) que la crisis debiera provocar. Lo que implica crecimiento. Cotizando a c. 6x EV/EBITDA (2022e).

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-26,1	-25,7	17,6	-20,6	-33,9	-62,2
vs Ibex 35	-11,6	1,7	59,7	8,2	-0,5	-36,7
vs Ibex Small Cap Index	-13,7	-5,3	46,0	-0,9	-30,2	-60,3
vs Eurostoxx 50	-16,4	-2,2	41,9	4,0	-19,1	-50,2
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-13,1	2,1	41,4	8,6	-28,0	-62,4

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

Conclusiones

El Equity Story no es la superación de 2020, sino los argumentos (creíbles) de crecimiento a largo plazo

Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de la IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de la IFRS 16.

GALQ es una historia de consolidación y reestructuración, plasmada durante los últimos años en: (i) un progresivo crecimiento orgánico a tasas de un dígito alto (Ingresos: +7,5% TACC 2015-2019), (ii) la recuperación de su rentabilidad (EBITDA Rec: +25% TACC 2015-2019) y (iii) la reducción de su elevado endeudamiento (DN: -55% vs 2014). Los números explican con sencillez lo ocurrido. Y plantean a su vez dos preguntas esenciales:

- ¿Cómo responderá GALQ en 2020 a la crisis desatada bruscamente por el Covid-19?
- ¿Cuál será su capacidad de recuperación a partir de 2020? ¿cuándo se volverá a generar un EBITDA similar al de 2019?

Contestar a esas preguntas exige un mínimo análisis tanto de la reestructuración realizada durante el período 2015-2019, como de la reorganización de su negocio. Lo que dará criterio a la hora de valorar el posicionamiento “hoy” de la compañía ante un escenario que invita a la cautela.

A) 2015-2019: Reestructuración y consolidación

Reposicionamiento del negocio para paliar las secuelas de la crisis financiera de 2008

2008 marca el pico del ciclo previo. GALQ alcanza una facturación de EUR 378Mn en lo que sería la antesala a la inflexión de su cuenta de resultados. La contracción de la inversión en el sector de la construcción, entonces su principal mercado (> 80% s/ingresos 2008), hace mella en la compañía y reduce su facturación durante el período 2008-2014 cerca de un 70% (i!), reflejando la interacción de dos factores: (i) el ciclo (en contra) y (ii) su “hiperdependencia” del sector construcción (consecuencia del modelo de negocio escogido).

El resultado fue un crecimiento exponencial de su apalancamiento (DN/EBITDA Rec. 2014 > 20x), que marcó en 2015 un punto de inflexión con el inicio de su reestructuración:

Ingresos y EBITDA Rec., +7,5% y 25,0% (TACC 2015-2019) con un incremento del margen...

- **Esencialmente puede decirse que la compañía cambia en tres direcciones:** (i) modelo de negocio más resiliente, con una base de clientes muy diversificada sectorialmente (vs “hiperdependencia” del sector de la construcción), (ii) más rentable (como consecuencia del apalancamiento operativo) y (iii) menos apalancado (DN/EBITDA 2019 3,6x vs 7x en 2018).
- **El motor de estos cambios ha sido triple también:** (i) el aprovechamiento de su fuerte posición comercial en la península ibérica, donde sigue siendo líder (10% cuota de mercado), en un momento cíclico favorable, (ii) la reorientación hacia segmentos de negocio más estables, centrando su estrategia en “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes (facilitando sus procesos de externalización a largo plazo vs alquiler de corto plazo tradicional) y (iii) la reestructuración de su endeudamiento, que consideramos “completada” en 2019 tras la operación de cambio de control (Francisco Riberas adquiere un 54,3% y permite una reducción del 35% del endeudamiento de la compañía).

... y una reducción significativa de la deuda neta > 50% entre 2014 y 2019

Con un nuevo accionista de referencia (54,3% del capital), estable y con vocación de largo plazo

A nuestro juicio, la entrada en el capital de Francisco Riberas (Gestamp, Cie Automotive) no sólo resuelve de manera definitiva la estructura de capital de la compañía, sino que, además, le otorga un accionista de referencia, estable y con vocación de largo plazo.

B) 2019-2022e: ¿Qué se puede esperar “hoy” de GALQ? ¿en 2020? ¿y en 2021-2022?

En este nuevo punto de partida (2019), consideramos que el período de reposicionamiento del negocio y reestructuración puede considerarse “completado”. Pero “hoy”, en un contexto de evidente desaceleración cíclica, agravada exponencialmente por la pandemia del Covid-19, las principales cuestiones son: ¿lo visto hasta ahora (-5y) es sostenible? ¿los niveles de rentabilidad alcanzados en 2019 podrán mantenerse en un escenario de fuerte caída de ingresos, como la esperada para el futuro más inmediato (2020-2021)?

Nuestra opinión para los próximos años puede desdoblarse: por un lado lo esperable para 2020, en un contexto en el que la visibilidad de cualquier negocio es muy baja. Por otro lado el comportamiento que podemos esperar de GALQ en los años posteriores al “shock” macro provocado por el Covid-19.

2020e no será un buen año. Ingresos y EBIERDA Rec. -14,5% y -33,5%, respectivamente...

2020e: un “annus horribilis”, completamente marcado por el efecto “Covid-19”. Estimamos una fuerte caída de ingresos (EUR 122,3Mn; -14,5% vs 2019) explicada por una violenta reducción de la actividad durante el 2T20 como resultado de una economía mundial en “off”, que, aunque debiera mostrar una recuperación “matemática” a lo largo del segundo semestre (vs un 1S muy estresado), lo hará de forma lenta, manteniendo un nivel de actividad durante la segunda mitad del año aún muy lejos del nivel alcanzado durante el 1T20. Y, por supuesto, aún más lejos de los niveles de 2019.

... pero en 2021e esperamos una recuperación (parcial) y en 2022e unos niveles “en línea” con 2019

¿Y el “día después”? 2021e, recuperación (parcial) y 2022e, normalización (“teórica”). Nuestras proyecciones contemplan como escenario central una estabilización de la actividad durante el 2S20, comenzando una recuperación (aún lenta) a lo largo de 2021e; y con una normalización (teórica) a partir de 2022e (con niveles “en línea” a los de 2019).

El previsible incremento de la externalización de servicios en la industria será principal driver de crecimiento

A nuestro juicio, los principales drivers que empujaran el negocio durante este período serán: (i) El previsible incremento de la externalización de servicios en las compañías (“típico” de los períodos de crisis macro); (ii) la capacidad de aprovechar la progresiva recuperación económica con un negocio que mantiene altos niveles de apalancamiento operativo; (iii) el hecho de afrontar la crisis con un bajo impacto en P/L por Deuda Neta (Gastos Financieros, c.20% s/EBITDA); y (iii) la flexibilidad del negocio en CAPEX, donde la compañía puede “jugar” tanto con el nivel de inversión anual (22, 10 y 13Mn EUR, en 2019, 2020e y 2021e) como con la desinversión en el mercado de “maquinaria usada”.

Con un nivel endeudamiento siempre controlado (incluso en el escenario más estresado)

Todo ello lleva a esperar que, asumiendo una contracción muy severa de la facturación (2020e) y una recuperación muy lenta (2021e y 2022e) el FCF siempre sea positivo.

El escenario que planteamos debería permitir a GALQ alcanzar: (i) unos ingresos de, al menos, EUR 140Mn en 2022e (-0,1% TACC 2019-2022e), (ii) con una rentabilidad razonable (EBITDA Recurrente > EUR 30Mn; “en línea” con el alcanzado en 2019) y (iii) con un endeudamiento controlado permitiendo mantener la DN < EUR 130Mn (incluso en el escenario más estresado), aún asumible en un contexto de normalización “teórica” que, aunque lenta, debiera devolver el ratio DN/EBITDA por debajo de 3,5x en 2022e.

¿Cuál sería el “worst case” para GALQ al llegar a 2022? La idea básica es la de una compañía con capacidad para sortear la crisis. Pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un contexto macro favorable. En caso de que la recuperación de la actividad económica tras el efecto “Covid-19” se alargue en el tiempo más de lo esperado, estimamos ingresos 2022e de c. EUR 135Mn, con un margen EBITDA Recurrente de c. 21% (EBITDA EUR 28,3Mn, -16,5% vs 2019).

Tabla 1. 2022e ¿Qué ocurriría si...?

	Recuperación Lenta	Ejercicio 2022	
		Escenario Central	Recuperación Rápida
Ventas	135,4	142,5	149,7
Cto Vtas 2022 vs 2020	10,7%	16,5%	22,4%
EBITDA	28,3	32,7	37,2
Cto EBITDA 2022 vs 2020	25,8%	45,4%	65,1%
EBITDA 2022 vs 2019	-16,4%	-3,4%	9,7%
Margen EBITDA/Vtas	20,9%	23,0%	24,8%
Margen EBITDA 2022 vs 2020 (p.p.)	2,5	4,6	6,4
Margen EBITDA 2022 vs 2019 (p.p.)	(2,8)	(0,7)	1,2
DN 2022e	99,8	97,3	94,9
EV/EBITDA 2022	7,3	6,3	5,6
Prima / (Dto) vs EV/EBITDA Feb. 2020	2,8%	-11,1%	-21,7%

Nuestro escenario central (2020-2022) es de recuperación “lenta”

En términos de “velocidad” puede decirse que nuestro escenario central (2020-2022) es de una recuperación “lenta”. Las condiciones actuales (micro y macro) no permiten esperar una recuperación “rápida” ni “explosiva”. Quizá lo más interesante sea que el análisis de sensibilidad de los “números” 2022, en un contexto más optimista y pesimista, muestra los dos grandes frutos de la reestructuración realizada.

Un cierto “suelo” si “nada sale bien”. Y la opción (que no es nuestro escenario central) de alcanzar niveles de EBITDA de c. EUR 40Mn en 2022.

Afianzando la idea de que el riesgo cíclico se ha reducido mucho en GALQ, gracias a su reestructuración. Pero, obviamente, no ha desaparecido.... Un colapso económico que prolongara el “efecto Covid-19” más allá de 2022 llevaría el EBITDA a niveles de 2011 (y 2018). Pero no comprometería a la compañía.

C) En conclusión: el Equity Story es la resiliencia (“creíble”) de GALQ a la crisis del Covid-19

En español, el término “resiliencia” ha terminado por ser ambiguo. Y con frecuencia se asocia a una de las acepciones inglesas de la palabra “resilience”: la capacidad de mantenerse “entero” tras un grave percance. Un término más cercano a la capacidad de sobrevivir o de resistir. Pero existe otra acepción en inglés, también reconocida en castellano. Resiliencia es la “capacidad de un material, mecanismo o sistema para recuperar su estado inicial cuando ha cesado la perturbación a la que había estado sometido”. Lo que también sería aplicable a una empresa (como GALQ) y a una grave perturbación económica (como la crisis provocada por el Covid-19).

Mejor preparada para afrontar un brusco cambio de ciclo gracias al reposicionamiento de su negocio

GALQ es hoy un negocio que tiene poco que ver con el que afrontó (y padeció) la “Crisis Lehman” de 2008. Tras su reestructuración la compañía es otra. Y esto es lo que explica nuestra expectativa de que en 2020 la compañía soporte fuertes niveles de caída en ingresos, sin entrar en niveles peligrosos de endeudamiento. Y manteniendo el EBITDA por encima de EUR 15Mn, incluso con caídas de ventas por encima del -20%.

Pero ese no es el punto de mayor interés. Eso sería resistencia, y no resiliencia. La clave está en los argumentos creíbles de auténtica resiliencia. Es decir, de recuperar sus niveles de ingresos y EBITDA previos a la crisis del Covid-19. Que es lo que subyace a nuestras estimaciones 2022: Ventas EUR 142,5 Mn (vs 143,1 en 2019) y EBITDA 32,7 Mn (vs 33,9 en 2019). ¿Cuáles son los argumentos?

- **El cambio de modelo**, centrado ahora en los procesos de externalización de actividades “non-core” de sus clientes, que aporta estabilidad y resta ciclicidad a la compañía. La conclusión es que el negocio de largo plazo proporciona a la compañía un suelo en sus niveles de actividad.
- **Diversificación sectorial**. Con más exposición a Industria y Distribución. Y habiendo “escapado” de la especialización en Construcción. Diversificación implica menos riesgo y más oportunidades de crecimiento. La posibilidad de entrar en el negocio de logística de “última milla” es un ejemplo.
- **Entrada en negocios “sin CAPEX”** (distribución de maquinaria, servicios y mantenimiento) como vía para ampliar la base de ingresos fuera del mono producto del alquiler de maquinaria (a corto o largo plazo).
- **Diversificación geográfica**. Con reducción del peso de España vs Latam (16% de peso en 2019).
- **Opción real de beneficiarse de la convergencia de sus mercados de referencia (España y Latam)** a ratios de utilización del alquiler de vehículos similares a USA y Europa continental. España y Latam estarían todavía 20 p.p por detrás en el porcentaje de alquiler (vs compra de equipos nuevos). La crisis es en sí misma un acelerador de esa convergencia.
- **Estabilidad accionarial** y vinculada a un accionista (Francisco Riberas) de “corte” industrial, apuesta por el largo plazo, y con capacidad de aportar al negocio y de ayudar a su financiación.
- **Posición objetivamente favorable para aprovechar oportunidades de crecimiento no orgánico** en los próximos dos años: balance poco estresado, y estrategia de diversificación geográfica y sectorial.

Resiliencia: Con capacidad real de recuperar niveles previos al “Covid-19”

Todos los puntos anteriores son estratégicos y explican por qué GALQ estaría en condiciones de recuperar niveles de actividad y rentabilidad “pre-crisis”. Si el cambio de modelo no se hubiera producido. La opinión sería necesariamente otra. Incluso habiendo acometido su reestructuración de deuda y cambio accionarial.

¿Y el precio de la acción? Una comparativa simple entre la “Crisis Lehman” y la “Crisis Covid-19” ofrece un lectura evidente. Y es que los argumentos de resiliencia de GALQ y su capacidad teórica de vuelta a 2019 ya tienen efecto. Tanto por el contexto de menor caída en P/L vs 2008 como, probablemente, por la expectativa real de recuperación. Corrección en EV/EBITDA vs niveles pre-crisis del c. -15% (-35% en 2009).

Así pues el Equity Story en GALQ no es el de supervivencia al año 2020. Sino el de (auténtica) resiliencia. Capacidad de recuperar los niveles de generación de EBITDA previos al Covid-19. Es decir, resiliencia “*stricto sensu*”. Que a precios de hoy implicaría EV/EBITDA 2022e de c. 6,3x.

Tabla 2: ¿Cómo compara nuestro escenario central con lo ocurrido en la crisis de "Lehman"?

Crisis "Lehman"	2008	2009	Caída (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	378,2	283,5	-25,0%
EBITDA	146,5	77,0	-47,5%
Mg. EBITDA/Vtas.	38,7%	27,2%	(11,6)

Crisis "Covid-19"	2019	2020e	Caída (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	143,1	122,3	-14,5%
EBITDA	33,9	22,5	-33,5%
Mg. EBITDA/Vtas.	23,7%	18,4%	(5,3)

Crisis "Lehman"	Referencia	IBEX (Ptos.)	GAM (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	2T 08	12.046,2	102,5
Mercado "Post Crisis"	1T 09	7.815,0	28,4
Caída (%)		-35,1%	-72,3%

Crisis "Covid-19"	Referencia	IBEX (Ptos.)	GAM (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	feb-20	8.723,2	1,62
Mercado "Hoy"	"Hoy"	7.002,0	1,23
Caída (%)		-19,7%	-24,1%

Tabla 3: Impacto de las crisis en los múltiplos de valoración

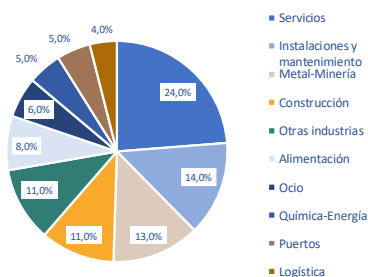
EV/EBITDA	Crisis "Lehman"		Crisis "Covid-19"	
	Referencia	EV/EBITDA 2008	Referencia	EV/EBITDA 2019
Pre Crisis	2T 08	8,0	feb-20	7,1
Post Crisis	1T 09	5,3	"Hoy"	6,1
Caída del Múltiplo (%)*		-33,9%		-13,7%

(*) Comparación de los múltiplos de GALQ sobre el año previo a la crisis, entendido éste como aquel que refleja mejor el EBITDA al que la compañía debería tender una vez superado el colapso macro. Por lo tanto, tomamos como referencias los beneficios de 2008 y 2019 para hacer la comparación entre la Crisis "Lehman" y la producida por el efecto "Covid-19".

Descripción del negocio

Una GALQ diferente: cliente diversificado (no solo construcción), negocio rentable (renunciando a tamaño) y menos apalancada

Gráfico 1. Mix de Ingresos por sector

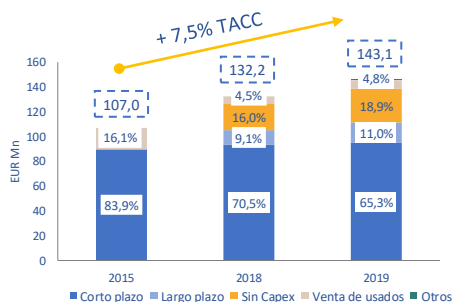


GAM (GALQ) es una compañía industrial española (Market Cap: EUR 78Mn) especializada en el sector del alquiler de maquinaria con un mix de ingresos muy diversificado sectorialmente (Gráfico 1).

En la actualidad, cuenta con una flota de más de 16.000 máquinas en alquiler (principalmente equipos de elevación y manipulación), 75 delegaciones abiertas (con presencia en 10 países), y obtiene c. del 75% de sus ingresos en el mercado español (vs c. 95% en 2008), donde mantiene una posición de liderazgo (10% de la cuota de mercado), siendo sus principales ventajas competitivas: (i) la alta disponibilidad y variedad de su equipo, con un buen equilibrio entre operador generalista y especialista, que le permite atender (casi) cualquier nicho de demanda y (ii) la red más capilar en la península ibérica y Marruecos, que cubre toda la península (56 delegaciones) y le permite una gestión eficiente de su flota.

Con una estructura operativa ligera (c. 55% de los costes totales son variables vs 45% en 2009), GALQ cuenta con más de 1.000 empleados, de los que el 62% pertenece a personal logístico y de taller, correspondiendo el resto al equipo comercial (25%) y de administración (13%).

Gráfico 2. Mix de ingresos por línea de negocio



Hacia un modelo de negocio más resiliente: con el “foco” en el crecimiento a largo plazo...

Frente al modelo de negocio tradicional de alquiler de maquinaria, centrado en el corto plazo (alquiler medio de 5-8 días), y “dirigido” principalmente al sector de la construcción, durante los últimos años GALQ ha puesto el foco en (i) diversificar su mix de ingresos sectorialmente (construcción: 11% en 2019 vs >80% en 2008) y (ii) rotar hacia un modelo de negocio más centrado en el largo plazo y en negocios “sin CAPEX”, tratando de ofrecer un servicio integral a sus clientes a lo largo de la cadena de valor del negocio del alquiler:

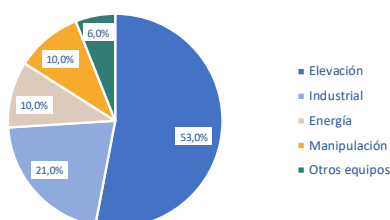
- **Negocio de corto plazo (65,3% s/Ingresos 2019):** Negocio tradicional de GALQ, enfocado en el alquiler de su equipo durante períodos cortos de tiempo (normalmente inferiores a una semana) con el objetivo de cubrir necesidades temporales.

El modelo de negocio de corto plazo pivota esencialmente sobre el grado de utilización de la flota (c. 65% en 2019) y el precio del alquiler. Su peso sobre el mix de ingresos se ha reducido desde c. 85% en 2015 hasta el 65,3% actual.

- **Negocio de largo plazo (11,0% s/Ingresos 2019),** con el que GALQ pretende “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes, facilitando sus procesos de externalización. Con una duración media por contrato de c. 5 años, el negocio de alquiler a largo plazo permite: (i) incrementar el retorno sobre el capital empleado (aunque el precio por contrato es inferior, la ocupación es del 100%) y (ii) dotar de una mayor estabilidad a los ingresos de la compañía.
- **Negocios sin CAPEX (23,7% s/Ingresos 2019),** desarrollados sobre la base del negocio de alquiler y aprovechando la estructura actual de la compañía (no necesitando de CAPEX adicional).

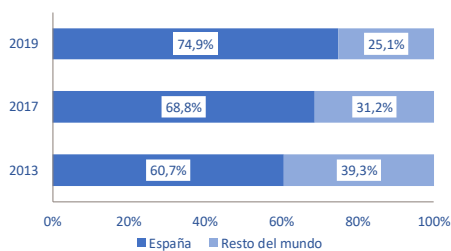
Entre los negocios “sin CAPEX” destacamos: (i) el aprovechamiento de su red de talleres para el mantenimiento de maquinaria propiedad del cliente, (ii) formación, (iii) compra/venta (incluyendo la venta de equipos usados propios) y (iv) distribución desde 2018 de 10 marcas con acuerdos en exclusiva a nivel nacional con fabricantes como Hyster, Utilev, Oil&Steel o Magni.

Gráfico 3. Distribución de flota por tipo de maquinaria



Nota: Aunque especialistas en (1) Elevación, (2) Industrial (carretillas) y (3) Energía, que representan el 53%, 21% y 10% de la flota total, GALQ ofrece cualquier tipo de maquinaria, otorgándole un equilibrio entre operador generalista y especialista.

Gráfico 4. Distribución geográfica de ingresos

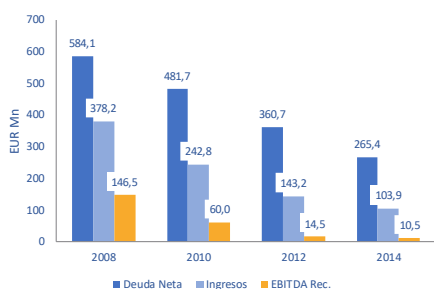


...y aunque centrado en España, mantiene una exposición significativa a emergentes (una fuente adicional y diversificada de crecimiento).

Con oficinas centrales en Asturias (España) y 75 delegaciones abiertas en 10 países (Portugal, Marruecos, Latam, y Arabia Saudí), GALQ se encuentra dentro de las 45 empresas más grandes de Europa en su sector por volumen de ingresos (con la red más capilar en Iberia y Marruecos).

En la actualidad sus exportaciones representan c. 25% s/Vtas, siendo LATAM su principal destino (c. 16% s/Vtas). Y aunque durante -5y el crecimiento del negocio se ha visto empujado por el buen comportamiento del mercado español (ingresos +11,7% TACC 2014-2019), estratégicamente GALQ espera replicar el “giro” hacia los negocios de largo plazo y sin CAPEX (prestados aún sólo en el mercado nacional) fuera de España.

Gráfico 5. DN, Ingresos y EBITDA 2008 - 2014



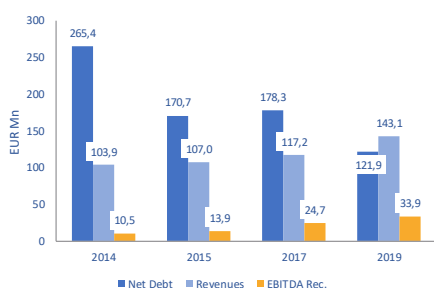
2008-2014: El sobreapalancamiento “arrastró” a la compañía...

Tras un período de fuerte crecimiento que finalizó en el ejercicio 2008, alcanzando un volumen de ingresos de EUR 378Mn y un EBITDA de EUR 146Mn (Ingresos +41% TACC 2006 - 2008), GALQ sufre un brusco cambio de ciclo en 2009 con una reducción significativa de sus ingresos (> -25%) y EBITDA (-50% vs 2008). La vinculación directa (y evidente) entre el negocio tradicional de GALQ en 2008 y el sector de la construcción (>80% s/ingresos en aquel momento), implicó que la fuerte crisis del sector golpeará especialmente su cifra de ingresos hasta el año 2014 (Ingresos -70% vs 2008).

Durante este período, GALQ concentra sus esfuerzos principalmente en: (i) diversificar su negocio tanto en nuevas geografías (apertura del negocio en Latam, Marruecos y Arabia Saudí), como en nuevos sectores, reduciendo su exposición al sector de la construcción, (ii) implantar políticas de contención de gastos enfocadas a “mantener” el EBITDA en positivo (Mg. EBITDA Rec. 2014: 10% vs c. 40% en 2008) y (iii) la reestructuración en 2015 de su elevado endeudamiento (Gráfico 6); implicando la conversión del 33% de su deuda en equity y del 22% en deuda subordinada, refinanciando el importe pendiente con vencimientos hasta 2021.

Tras la operación de reestructuración de deuda realizada en 2015, c. 65% del capital pasó a estar controlado por las entidades bancarias acreedoras (principalmente: Banco Santander, Banco Sabadell y Liberbank; 45% s/capital) hasta el acuerdo alcanzado en 2019 con Francisco Riberas.

Gráfico 6. DN, Ingresos y EBITDA 2014-2019



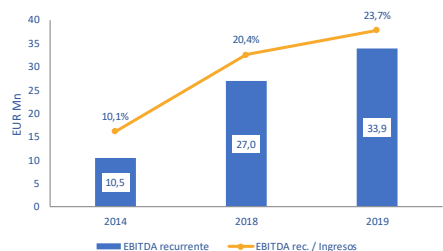
... “completando” su reestructuración en 2019

A finales de 2018 los accionistas y acreedores mayoritarios de GALQ (7 entidades financieras), alcanzaron un acuerdo para la venta de su paquete accionario de control a Francisco Riberas (accionista de control de Gonvarri, Gestamp y Cie Automotive, entre otros negocios), quien adquiere su participación y lanza una OPA a un precio de 1,72 euros por acción (concluida en julio 2019 y aceptada por un 6,9% del capital social; 24,7% de las acciones a las que se dirigía), alcanzando una posición de control del 54,3% del capital en la actualidad.

La operación de refinanciación e inversión llevada a cabo durante 2019 pivota esencialmente sobre los siguientes pilares:

- **Una ampliación de capital dineraria (EUR 27,3Mn)** con el objetivo de reducir el endeudamiento financiero de la compañía y permitir la cancelación por ese importe del subtramo C1 y C2 del contrato de financiación sindicado suscrito en la refinanciación de 2015.
- **Una ampliación de capital no dineraria (EUR 2,5Mn)** por compensación de créditos para cancelar la deuda del subtramo C1 (titularidad de Rafael Domínguez, accionista de GALQ).
- **La condonación del resto de deuda asociada a los subtramos C1 y C2 (EUR 46,7Mn)** por parte de las entidades financieras acreedoras.

Gráfico 7. Evolución del EBITDA Rec. y Mg. EBITDA Rec.



¿Cuál es la situación desde 2018? Las principales métricas “progresan adecuadamente”

Consideramos que tras la operación de cambio de control llevada a cabo en 2019 “concluye” el proceso de ajuste iniciado años atrás, dejando a la compañía con: (i) una deuda “asumible” (DN/EBITDA 2019 3,6x; vs 6,9x en 2018), (ii) un negocio en crecimiento (ingresos 2015-2019: +7,5% TACC) y (iii) rentable (Mg. EBITDA Recurrente de c. 24% en 2019; +14p.p. vs 2014).

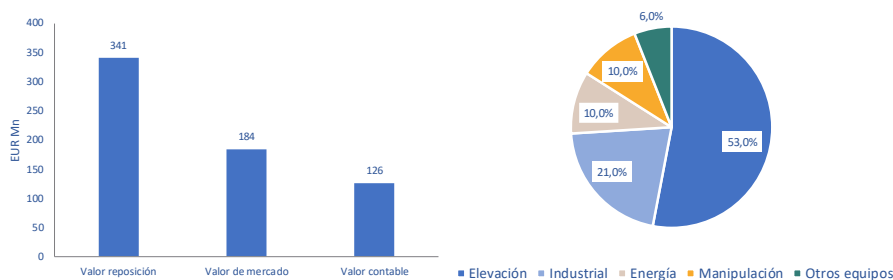
La operación corporativa de Francisco Riberas permite la eliminación de la totalidad de la deuda subordinada (EUR 76,5Mn en junio 2019) y resuelve de manera definitiva no sólo su estructura de capital, sino que consigue un accionista de referencia, estable y con vocación de largo plazo, lo que debiera permitir a GALQ desarrollar su proyecto industrial en mejores condiciones (como ejemplo: Francisco Riberas otorga una línea de financiación por importe de EUR 20Mn para hacer frente a la adquisición de Clem en enero 2020; EUR 10Mn aún disponibles).

Flota actual: diversificada y valorada en EUR 184Mn

En la actualidad, GALQ cuenta con una flota de más de 16.000 máquinas en alquiler y, aunque especialistas en (i) elevación (53% de la flota actual), (ii) industrial (carretillas; 21%) y (iii) energía (10%), tienen la capacidad de ofertar (casi) cualquier tipo de maquinaria, lo que sitúa a GALQ a medio camino entre un operador generalista y especialista.

Con una vida útil de c. 12 años, la flota actual cuenta con una antigüedad media de 8-9 años y un valor de reposición de EUR 341Mn (y un valor venal de EUR 184Mn en el mercado de vehículos industriales usados: un mercado global, transparente y extraordinariamente líquido; GALQ realizó desinversiones de equipos por valor de c. EUR 190Mn durante 2008-2015).

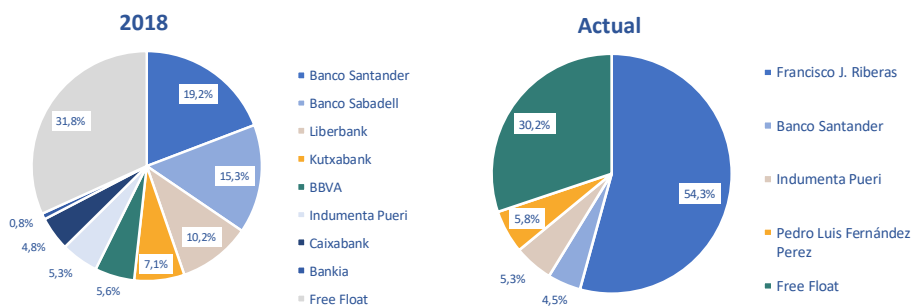
Gráfico 8. Valoración y distribución por tipo de maquinaria de la flota de GALQ



Nuevo socio industrial con vocación de permanencia y participación de control

Como consecuencia del acuerdo de restructuración e inversión de 2019, se produce un cambio significativo en el accionariado de GALQ, que hasta entonces se encontraba controlado por el pool de entidades financieras acreedoras (Gráfico 9)

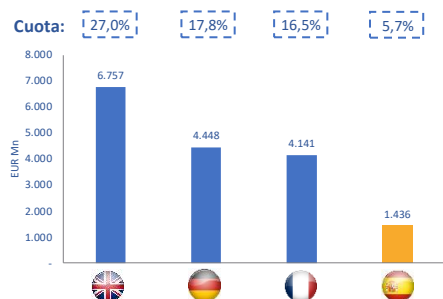
Gráfico 9. Evolución de la estructura accionarial (2018 vs actual)



Francisco Riberas, nuevo accionista de control, es accionista de referencia en compañías como Gestamp o CIE Automotive y entra en GALQ a través de su family office (Gestión de Activos y Maquinaria Industrial; GAMII). En la actualidad controla el 54,3% del capital (manteniendo dos puestos en el Consejo de Administración) y aporta un proyecto industrial, cuyos intereses y vocación de largo plazo, se encuentran alineados con los de los minoritarios. El free float se sitúa en c. 30%.

Una industria fragmentada: con tendencia a la concentración

Gráfico 10. Tamaño del mercado por país y cuota de mercado en Europa (2017)



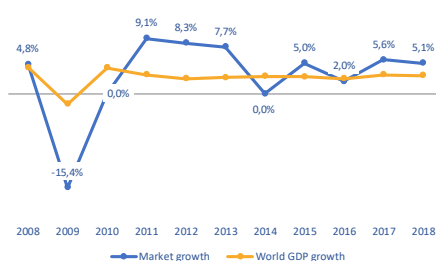
Fuente: ERA 2018

GALQ es la compañía líder en España y Portugal en el sector de alquiler de maquinaria, tanto por volumen de ingresos como por presencia geográfica; un sector inevitablemente cíclico, intensivo en capital (CAPEX/Vtas medio -5y c. 15%) y atomizado: en Europa, las 50 compañías más grandes controlan el 50% de la cuota de mercado; top 10 c. 25%). Con el fin de paliar la ciclicidad de su negocio, GALQ ha reducido su exposición al sector de la construcción hasta el 11% en 2019 (vs >80% en 2008), incrementando en su mix de ingresos el peso de sectores de menor ciclicidad como el de alimentación (8% s/Vtas 2019).

En la actualidad, los principales drivers del sector siguen siendo el crecimiento de la demanda del sector de la construcción (c. 60% de la demanda en mercados maduros como UK) y la producción industrial. Además, la externalización de aquellos procesos productivos ajenos al “core business” de cada industria se posiciona como una de las principales palancas de crecimiento del sector, ofreciendo el alquiler una serie de ventajas vs la propiedad, entre las que identificamos: (i) un uso más eficiente del capital al reducir las necesidades de inversión de los arrendatarios, incrementando la rentabilidad sobre el capital empleado, (ii) una mayor flexibilidad, garantizando la disponibilidad de la maquinaria cuando sea necesario y (iii) la transformación en costes variables de los costes fijos derivados del almacenamiento, transporte y almacenamiento de la flota.

La competencia en el negocio del alquiler tiende a basarse esencialmente en: (i) la proximidad geográfica, (ii) la disponibilidad y calidad de los equipos y (iii) el precio. Entre los principales competidores de GALQ encontramos tanto compañías regionales y nacionales de pequeño tamaño (>70% de los ingresos generados en España corresponden a compañías con menos de 50 empleados) como grandes grupos internacionales con presencia en España (como Loxam, a través de LoxamHune). GALQ compete con los alquiladores nacionales a través de una mayor disponibilidad de sus equipos al contar con una mayor capacidad logística y de servicio, gracias a una red de delegaciones muy extensa. La logística es la principal barrera de entrada en el sector.

Gráfico 11. Crecimiento del sector de alquiler de maquinaria vs crecimiento del PIB mundial

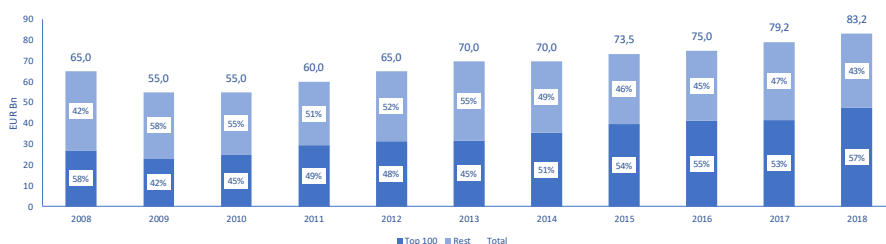


Fuente: Banco Mundial

Sector maduro con crecimiento estructural moderado (aunque superior al PIB)...

El mercado de alquiler de maquinaria superó en 2018 un valor de EUR 80Bn a nivel mundial (+5,1% vs 2017; Gráfico 12), con USA y Europa como principales consumidores aportando c. 80% del valor total del mercado. Si ponemos el “foco” en las 100 compañías de alquiler de maquinaria de mayor tamaño (Gráfico 12), éstas acumularon una cuota de mercado del c. 57% en 2018 (+4p.p. vs 2017), principalmente como consecuencia de los procesos de concentración liderados por las compañías de mayor tamaño; el top 100 mostró un crecimiento del 10,6% (vs +5,1% de la industria). Y siendo USA un área de mayor crecimiento: las compañías americanas presentaron un crecimiento medio del 20% vs 7% de las europeas (International Rental News - IRN100 2018). Entre los principales líderes de la industria por volumen de ingresos se encuentran compañías como United Rentals (USA), Ashtead Group (UK), Aktio Corp (Japón), Aggreko (UK), Herc Rentals (USA) o Loxam (Francia).

Gráfico 12. Crecimiento mundial de la industria de alquiler de maquinaria en el mundo y cuota de mercado de las 100 cías. de mayor tamaño (GALQ puesto 75 vs 80 en 2018)

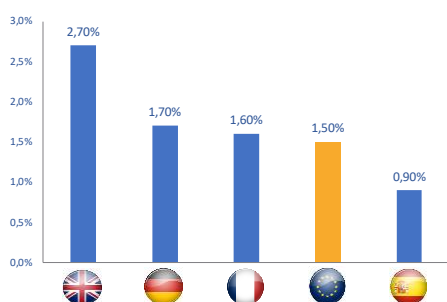


Fuente: IRN100 (2018)

El principal driver de crecimiento de la demanda del sector durante el período 2013-2018, ha sido la recuperación del sector de la construcción no residencial, que ha permitido a la industria mantener durante el período un diferencial de crecimiento superior al PIB mundial de +1,5p.p.

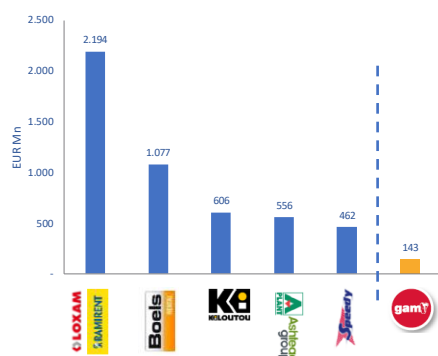
En la UE, según la Asociación Europea del Alquiler (ERA), la facturación de la industria se situó en EUR 26Bn en 2018 (+4,4% vs 2017), manteniendo Reino Unido una posición dominante en el mercado (27% s/cuota total; Gráfico 10), seguido de Alemania (17,8%) y Francia (16,5%). España se situaría en 5ª posición por tamaño de mercado (junto a Italia) con una cuota de c. 6%. Y aunque con un crecimiento ligeramente inferior al visto en USA (-0,6 p.p. en 2018), la industria ha mostrado un crecimiento sostenido superior al PIB, con un crecimiento del 4,4% en 2018 vs 2,0% del PIB, siendo superior en países como Francia (5,7%), Países Bajos (5,2%) y España (5,1%; donde GALQ mantiene una posición de liderazgo).

Gráfico 13. Tasas de penetración del mercado de alquiler en Europa (2017)



Fuente: European Rental Association (Market report 2018).

Gráfico 14. Principales comparables en Europa por volumen de ingresos¹



Nota: GALQ ocupa el puesto 25 de las 50 compañías líderes del sector en Europa por volumen de ingresos (IRN100, 2018), manteniendo una posición de liderazgo en la península ibérica y Marruecos, con una cuota de mercado de c. 10% seguida de LoxamHune (facturación de c. EUR 119Mn en 2019).

(1) Ingresos basados en la última información disponible. 2019: GAM. 2018: Loxam (proforma incluyendo la adquisición de Ramirent), Asthead y Speedy. 2017: Kiloutou y Boels.

... y con tasas de penetración muy heterogéneas: el “partido” no es igual para todos

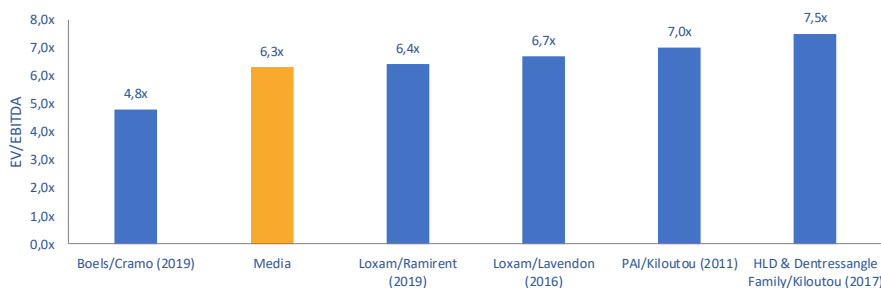
El mercado de alquiler de maquinaria puede considerarse un mercado maduro en países como Reino Unido (27% del mercado europeo) que mostró un crecimiento del 2,1% en 2018, aunque consideramos que aún hay espacio para que el sector continúe manteniendo un crecimiento superior al de la economía en general, especialmente para aquellos países con bajas tasas de penetración de la industria de alquiler (Gráfico 4).

En España (c. 75% s/Vtas de GALQ), la tasa de penetración del alquiler de maquinaria (medida como la facturación total de la industria sobre la producción del sector de la construcción), continúa siendo inferior a la media europea (0,9% vs 1,5%; aún muy inferior a la alcanzada en UK, 2,7%), como consecuencia de la arraigada cultura de la propiedad y la (tradicional) importancia de las flotas de maquinaria en las compañías del sector de la construcción. No obstante, estos factores empiezan a disiparse frente a las ventajas que ofrece el alquiler vs la propiedad; lo que debiera permitir un incremento de las tasas de penetración del alquiler de maquinaria en España hasta converger, al menos, con la media europea. Este argumento, la convergencia de las tasas de penetración, es un argumento de peso para seguir viendo crecimientos por encima del PIB en el mercado doméstico de alquiler de maquinaria.

En una industria en la que el M&A está en auge

La industria no es inmune a los conflictos comerciales, siendo la desaceleración económica la tónica actual: situación agravada exponencialmente tras la crisis del Covid-19. La intensificación de la competencia en este entorno volverá a favorecer la concentración y las alianzas estratégicas en una industria centrada en diversificar su negocio tanto a nivel sectorial como geográfico, buscando reforzar su posicionamiento, incrementar sus márgenes y, en definitiva, reducir su ciclicidad. Y con un interés corporativo creciente (M&A) hacia compañías de menor tamaño con un claro potencial de crecimiento por su especialización en un nicho de mercado concreto (Target EV: < EUR 1.500Mn); por ejemplo, GALQ anunció en enero 2020 la adquisición de Clem (compañía especializada en el nicho de Automated Guided Vehicles).

Gráfico 15. M&A: Las transacciones se han cerrado a un múltiplo EV/EBITDA medio de 6,3x

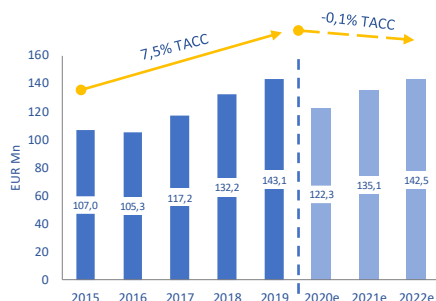


El período 2016 a 2019 ha sido escenario de numerosos movimientos corporativos, destacando: Cramo (adquirida por Boels), Ramirent y Lavendon (Loxam) y Kiloutou (HDL & Dentressangle Family); siendo el múltiplo EV/EBITDA medio de las principales transacciones de 6,3x (aunque con una dispersión significativa: 4,8x en la adquisición de Cramo vs 7,5x pagado en 2017 por Kiloutou). El entorno macro provocado por el Covid-19, presumiblemente acelerará la tendencia al M&A en el sector.

2020e: un “annus horribilis” (e “irrepetible”); 2021e: recuperación (“parcial”) y 2022e, normalización (“teórica”)

Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de la IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de la IFRS 16.

Gráfico 16. Ingresos (2015 – 2022e)

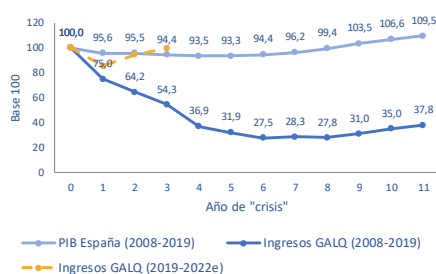


Tras el período de fuerte crisis atravesado por GALQ (2009 – 2014), que deja valiosas lecciones para el futuro, y el duro proceso de reestructuración de su deuda que damos por finalizado con el acuerdo de reestructuración e inversión de 2019, consideramos que GALQ es hoy una compañía totalmente diferente a la vista hasta 2014, con: (i) una deuda “asumible” (DN/EBITDA 2019 3,6x; vs >10x -5y), (ii) un negocio en crecimiento (ingresos 2015-2019: +7,5% TACC) y (iii) rentable (ROCE 2019, 6,2%; +1,1p.p. vs 2018).

En 2019 continua el crecimiento iniciado años atrás con un crecimiento de un dígito alto en ingresos (+8,2% vs 2018), impulsado principalmente por su negocio a largo plazo (+33,3%) y los negocios “sin CAPEX” (+25,9%), donde GALQ mantiene el “foco” de su estrategia. En términos de EBIT, GALQ alcanzó en 2019 una rentabilidad del 7,6% s/ingresos (EBIT EUR 10,9Mn; vs EBIT negativo de EUR 8,5Mn en 2014) como consecuencia de: (i) el impulso de negocios con mejores márgenes (industria vs construcción), (ii) el abandono de países no rentables (Brasil y Polonia) y (iii) el apalancamiento en costes fijos (45% s/costes totales).

Pero “hoy”, en un contexto de evidente desaceleración cíclica, agravada exponencialmente por la pandemia de Covid-19, que producirá una caída muy significativa en la actividad (de la que desconocemos duración y profundidad), las principales cuestiones son: ¿lo visto hasta ahora (-5y) es sostenible? ¿los niveles actuales de rentabilidad podrían mantenerse en un escenario de fuerte caída de ingresos (2020-2021)? Y, por último, pero no menos importante, ¿qué cabría esperar de GALQ en un contexto (“teórico”) de “normalización macro” en 2022e? Contestar a estas preguntas requerirá de un análisis sistemático de la estructura de balance actual, de la cuenta de resultados y de la generación de caja recurrente de la compañía.

Gráfico 17. ¿Cómo comparan nuestras estimaciones 2019-2022e con lo ocurrido en 2008-2019?



Nota: Evolución de nuestra estimación de ingresos para el período 2019-2022e (línea amarilla; Base 100=2019) vs: (i) Ingresos GALQ 2008-2019 (línea azul oscuro) y (ii) PIB de España 2008-2019 durante los años posteriores a la Gran Recesión de 2008 (Base 100=2008).

¿Cuál es el posicionamiento de la compañía “hoy” para afrontar la crisis desatada por el Covid-19? ¿La situación actual es comparable a 2008?

La Gran Recesión de 2008 arrastró en 2009 los ingresos de GALQ un -25% (vs -4,4% del PIB de España), acumulando una caída > 70% hasta 2014 ante su incapacidad de estabilizar su negocio como resultado de: (i) la “hiperdependencia” de un sector colapsado (construcción >80% s/ingresos 2008) y (ii) una estructura de capital (DN/EBITDA 2008 >4x), con importantes vencimientos entre 2009 y 2014 (c. EUR 400Mn).

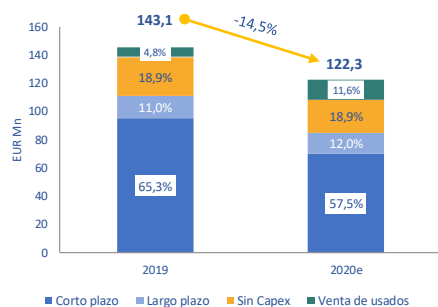
Tabla 1. Comportamiento del PIB España vs Ingresos y EBITDA de GALQ (2008-2019)

Año de "Crisis"	Año	Cto. PIB España	Base 100	EUR Mn	Base 100	EUR Mn	Base 100	EBITDA/Vtas
0	2008		100,0	378,2	100,0	146,5	100,0	38,7%
1	2009	-4,4%	95,6	283,5	75,0	77,0	52,5	27,2%
2	2010	-0,1%	95,5	242,8	64,2	60,0	40,9	24,7%
3	2011	-1,2%	94,4	205,3	54,3	24,0	16,4	11,7%
4	2012	-0,9%	93,5	139,6	36,9	14,5	9,9	10,4%
5	2013	-0,2%	93,3	120,8	31,9	11,5	7,9	9,5%
6	2014	1,2%	94,4	103,9	27,5	14,3	9,8	13,8%
7	2015	1,9%	96,2	107,0	28,3	7,9	5,4	7,4%
8	2016	3,3%	99,4	105,3	27,8	14,2	9,7	13,5%
9	2017	4,1%	103,5	117,2	31,0	23,3	15,9	19,8%
10	2018	3,0%	106,6	132,2	35,0	24,3	16,6	18,4%
11	2019	2,7%	109,5	143,1	37,8	32,8	22,4	22,9%

La reestructuración de deuda (finalizada en 2019) nos hace esperar que hoy la compañía se encuentre mejor preparada para afrontar un brusco cambio de ciclo. Entre los principales aspectos diferenciales destacamos: (i) su diversificación sectorial (vs “hiperdependencia” de un único sector) y geográfica (con una exposición internacional superior que permitirá una gestión más eficiente de su flota), (ii) un modelo de negocio centrado en los procesos de externalización de actividades “non-core” de sus clientes (teóricamente más estable) y (iii) un endeudamiento asumible (DN/EBITDA 2019 3,6x), con el respaldo de un accionista de control solvente y de largo plazo (Francisco Riberas). Lo que justifica que hoy nuestra estructura de estimaciones sea muy distinta a lo visto en 2009-2014 (Gráfico 17).

Esencialmente, esperamos un año 2020 de fortísima caída de ingresos y EBITDA, una cierta recuperación en 2021 (pero lejos de los niveles “pre-crisis”) y una vuelta a 2019 en 2022.

Gráfico 18. Ingresos (2019 – 2020e)



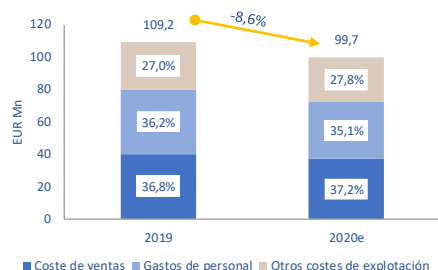
2020e: un “annus horribilis”, completamente marcado por el efecto “Covid-19”

Realizar estimaciones sobre los efectos del Covid-19 implica asumir una incertidumbre máxima, asociada a variables clave: (i) la duración del confinamiento, (ii) la gradualidad en el levantamiento de las restricciones, (iii) la probabilidad de un rebrote en el próximo otoño y (iv) la efectividad de las políticas adoptadas en España y el resto del mundo (entre otras). En este entorno, donde el nivel de incertidumbre es máximo ¿cuál es el escenario central detrás de las proyecciones de Lighthouse para GALQ en el año 2020e?

- **Fuerte caída de ingresos (122,3Mn; -14,5% vs 2019)...** explicada por una violenta reducción de la actividad durante el 2T20 como resultado de una economía mundial en “off” que, aunque debiera mostrar una recuperación “matemática” a lo largo del segundo semestre (vs un 1S muy estresado), lo hará de forma lenta, manteniendo un nivel de actividad durante la segunda mitad del año aún muy lejos del nivel alcanzado durante el 1T20 (con impacto “Covid-19” sólo durante la segunda quincena de marzo). Y, por supuesto, aún más lejos de los niveles de 2019.

Por líneas de negocio, consideramos que el mayor impacto lo sufrirá el negocio de corto plazo (65% s/ingresos 2019), cayendo c. -30% como consecuencia de (i) unos niveles de utilización muy reducidos durante el 2T20 (-40% vs 2019) y (ii) un estancamiento de su actividad dada su exposición a sectores más cíclicos, como infraestructuras, construcción o eventos.

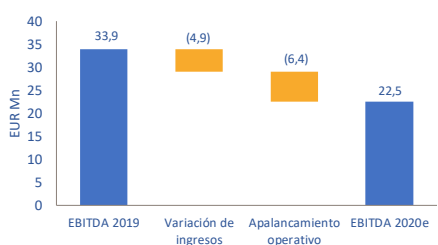
Gráfico 19. Estructura de costes (2019 – 2020e)



Los negocios “sin CAPEX” y de largo plazo, aunque también sufrirán como consecuencia del parón industrial (-16,0% y -8,0%, respectivamente; especialmente por la actividad de distribución), ayudarán a “contener” la caída de ingresos consolidada: por ejemplo, aunque no es descartable que se produzcan cancelaciones en los contratos de largo plazo, consideramos que desarrollan una actividad esencial en los procesos productivos externalizados por sus clientes, y debieran mostrar cierto efecto “red”, permitiendo una recuperación más ágil durante el 2S20 ante un escenario de teórica reactivación de la economía.

Adicionalmente, esperamos que la compañía aumente el volumen de venta de su maquinaria usada, negocio que en una situación normal se asocia con la necesaria renovación de su flota (c. EUR 5-6Mn en una etapa de crecimiento) y que esperamos que se intensifique (ante la caída de la actividad) con una desinversión de c. 9% de su parque en 2020e (incrementándose hasta c. 11% en 2021e) y un ingreso estimado en 2020e de c. EUR 13,8Mn (45% s/valor de reposición de la maquinaria vendida).

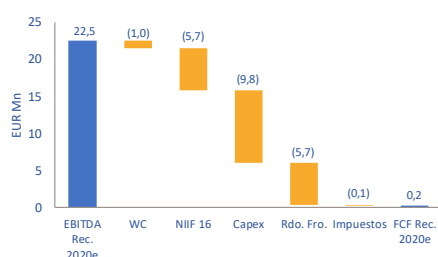
Gráfico 20. 2020e EBITDA bridge



- **... que “hundirá” el EBITDA en 2020e (EUR 22,5Mn; -31,2% vs 2019).** La caída de ingresos estimada (EUR 20,8Mn) tendrá un impacto negativo de EUR 4,9Mn en EBITDA (43% de la caída total del EBITDA), siendo el resto de la caída (EUR 6,4Mn) resultado de la estructura operativa de la compañía en la que c. 45% de sus costes son fijos, no pudiendo compensar la caída de ingresos como consecuencia de una interrupción de la actividad “repentina” (especialmente en el 2T20e).

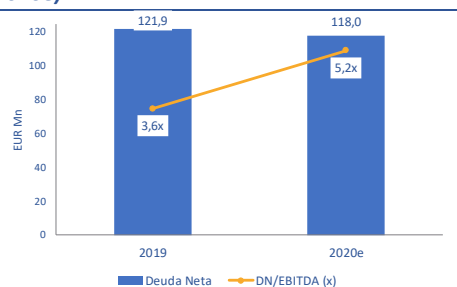
Aunque por el lado de los costes de personal (36,2% s/coste total), consideramos que GALQ podría acogerse a una reducción temporal de empleo (c.70% durante 3 meses) que implicaría un ahorro de c. EUR 3Mn en 2020e. Y que “acolchará” la caída de márgenes (impacto de c. 2,5p.p en el Mg. EBITDA; ya considerado en nuestras proyecciones).

Gráfico 21. Desde el EBITDA al FCF 2020e



- **La reducción del CAPEX permitirá “contener” el FCF...** Consideramos que la compañía no invertirá más que “lo necesario” para mantener la actividad en su negocio a corto plazo (c. EUR 9,8Mn, CAPEX/Vtas 8%; 12,5% si se consideran las mejoras de maquinaria, capitalizadas en el P&L), con una inversión “nula” en crecimiento. Destacamos la naturaleza “contracíclica” del CAPEX en la generación de caja de la compañía, al proporcionar la reducción de inversión en maquinaria nueva (CAPEX -55% vs 2019) cierto “colchón” sobre el FCF en períodos de ciclo bajo.

Gráfico 22. Nivel de endeudamiento (2019 – 2020e)



- ... Y mantener un nivel de endeudamiento asumible. El apalancamiento de la compañía alcanzó su nivel máximo en 2014 (>20x DN/EBITDA Rec.) con una deuda neta superior a EUR 260Mn, limitando su capacidad de crecimiento orgánico y obligándola a acometer varias reestructuraciones (2015 y 2019). El acuerdo de reestructuración e inversión de 2019 permitió la eliminación de la totalidad de la deuda subordinada pendiente (EUR 76,5Mn), dejando a GALQ con una deuda neta de EUR 121,9Mn (-35% vs 2018); DN/EBITDA 2019 3,6x vs 7x en 2018.

La posición financiera de GALQ hoy es especialmente interesante, ya que, pese a las condiciones adversas (Ingresos y EBITDA 2020e: -17,6% y -31,9%, respectivamente), la reducción del CAPEX (-55% vs 2019) y el aumento en el volumen de venta de maquinaria usada (EUR 13,8Mn en 2020e vs 6,5Mn en 2019 con impacto prácticamente íntegro en FCF; tasa fiscal 12%), resultado de la caída de actividad, permitirán mantener una deuda neta “aparentemente” controlada en niveles de EUR 120Mn (en línea con 2019).

¿Qué ocurriría ante un escenario aún peor en 2020?

Si la economía permaneciese en “off” durante demasiado tiempo caería en un ciclo económico contractivo, con un impacto adicional al visto en nuestras proyecciones. Dado que el nivel de incertidumbre sobre el entorno macro actual es máximo, la pregunta a resolver ahora es cuál sería la situación “esperable” de las cifras 2020e ante un contexto aún peor.

Tabla 2. 2020e: Principales magnitudes ante variaciones sobre el escenario central

	Ejercicio 2020e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Ventas	110,3	122,3	127,9
Cto. vs 2019	-22,9%	-14,5%	-10,6%
Var. vs Esc. Central	-10,0%		5,0%
EBITDA	15,1	22,5	26,0
Cto. vs 2019	-55,5%	-33,5%	-23,3%
Var. vs Esc. Central	-33,0%		15,4%
Márgen EBITDA / Vtas	13,7%	18,4%	20,3%
Var. vs 2019 (p.p.)	(10,0)	(5,3)	(3,4)
EBIT	(7,2)	0,2	3,7
Cto. vs 2019	-166,4%	-98,2%	-66,5%
Var. vs Esc. Central	n.a.		n.a.
Márgen EBIT / Vtas	n.a.	0,2%	2,9%
Var. vs 2019 (p.p.)	n.a.	(7,4)	(4,8)
Var. Días de Cobro (días)	21,9	11,3	5,3
+/- Variación de Circulante	(3,6)	(1,0)	0,9
Arrendamientos (impacto NIIF 16)	(5,7)	(5,7)	(5,7)
Tasa fiscal	n.a.	n.a.	n.a.
-Impuestos	(0,4)	(0,1)	(0,0)
=CF Operativo Recurrente*	5,8	15,8	21,2
Capex/Vtas	-9,0%	-8,0%	-8,0%
-CAPEX	(9,9)	(9,8)	(10,2)
=FCF to the firm	(4,1)	6,0	11,0
Var vs FCF 2019	-253,7%	127,1%	313,9%
DN	128,5	118,0	112,9
DN/EBITDA 2019**	3,8x	3,5x	3,3x

Nota: (*) CF Operativo Recurrente calculado como EBITDA Recurrente – Arrendamientos (NIIF 16) +/- Var. Capital circulante.

(**) Se realiza una comparación con la Deuda Neta 2020e con el EBITDA 2019 (vs 2020e) al considerar que el EBITDA 2020e se encuentra excesivamente penalizado (-31,9% vs 2019) y no refleja la realidad de un entorno normalizado.

Con una caída de ingresos cercana al -23% (vs -14,5% de nuestras proyecciones), estimamos un margen EBITDA de c. 14% (aun superior al alcanzado por GALQ durante el período 2011-2016). Y aunque en este escenario el FCF to de firm se sitúa en negativo, la compañía es capaz de mantener la DN < EUR 130Mn, aún asumible en un escenario de recuperación que, aunque lenta, debiera devolver el ratio DN/EBITDA por debajo de 4x en 2022e. Quizá este sea el aspecto de más interés a la hora de valorar el resultado de todo el esfuerzo por reestructurar la compañía.

¿Y el “día después”? 2021e, recuperación (pero lenta) y 2022e, normalización (“teórica”) ...

Nuestras proyecciones contemplan como escenario central una estabilización de la actividad durante el 2S20, comenzando una recuperación (aún lenta) a lo largo de 2021e; y con una normalización (teórica) a partir de 2022e (alcanzando el nivel de 2019).

El escenario que planteamos debería permitir a GALQ alcanzar unos ingresos de, al menos, EUR 142,5Mn en 2022e (-0,1% TACC 2019-2022e). Por líneas de negocio, consideramos que el crecimiento de ingresos estará liderado por el negocio de largo plazo (+20% TACC 2020e-2022e) y “sin CAPEX” (+12,5% TACC 2020e-2022e) como resultado del “foco” de la compañía en integrar sus servicios de alquiler en el modelo productivo de sus clientes, facilitando la externalización de sus procesos “non-core”; actividad que presumiblemente se acelere tras el entorno macro provocado por el Covid-19, en el que las compañías reducirán (en lo posible) sus inversiones en maquinaria nueva, sustituyéndola por maquinaria de alquiler. Además, con el objetivo de mantener una flota eficiente, estimamos que la compañía acelerará durante 2020e y 2021e la venta de maquinaria usada, permitiendo “compensar” la caída de ingresos (impacto de EUR 13,8Mn y EUR 16,2Mn, respectivamente vs EUR 6,6Mn en 2019), normalizándose en 2022e hasta el nivel que consideramos recurrente para la necesaria renovación del parque de maquinaria (c. EUR 5,5Mn).

Nuestras proyecciones también consideran un crecimiento, aunque inferior, en el negocio de corto plazo (+10,6% TACC 2020e-2022e), resultado de una reactivación de la actividad económica (especialmente en 2022e; +14%) y un incremento de sus tasas de ocupación que deberían permitir alcanzar un volumen de c. EUR 86Mn en 2022e (aún un 9% inferior al alcanzado en 2019).

Gráfico 23. Mix de ingresos 2019 – 2022e

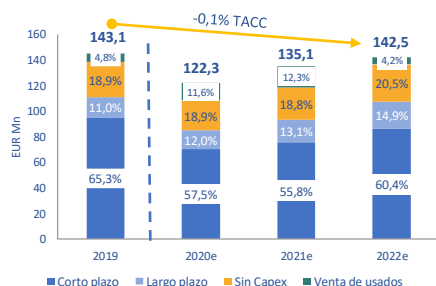
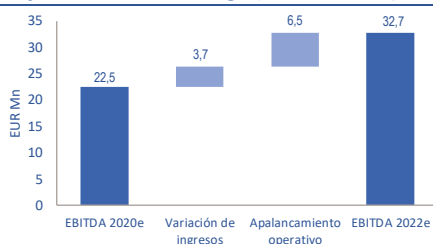


Gráfico 24. EBITDA bridge (2020e-2022e)



...Que debiera devolver a la compañía a unos márgenes razonables

Consideramos que la compañía alcanzó una rentabilidad operativa óptima en 2019, obteniendo un margen bruto de c. 72% y siendo sus principales costes variables: (i) los asociados al negocio de distribución de maquinaria nueva (c. 30% del coste de ventas; lo que explica la pérdida de margen bruto de c. 8p.p. entre 2017 y 2019), (ii) la adquisición de repuestos (24%), (iii) los costes por alquiler de maquinaria (23%) y (iv) el combustible (12%).

La estructura de costes de la compañía, que partirá en 2020e con un base de costes fijos elevada (c. 45% s/ costes totales 2020e), permitirá a GALQ aprovechar importantes economías de escala durante 2021e y 2022e, apalancando el “rebote” de ingresos sobre su estructura de costes actual, impulsando el EBITDA 2022e hasta EUR 32,7Mn (en línea con el registrado en 2019). El margen EBITDA de 2021e se verá comparativamente perjudicado vs 2020e como consecuencia de no contar con el ahorro de costes obtenido con las políticas de reducción temporal de personal de 2020e (impacto de c. 3p.p. en margen EBITDA).

Gráfico 25. Estructura de costes (2019 – 2020e) y EBITDA Recurrente (2019 – 2022e)

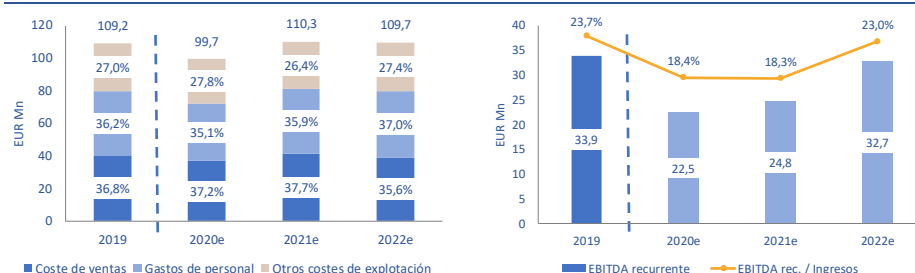
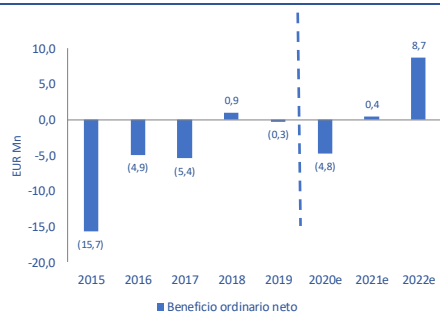


Gráfico 26. BN ordinario (2015-2022e)



Nota: Beneficio ordinario neto excluye ingresos y gastos no recurrentes y extraordinarios, aplicando una tasa fiscal efectiva normalizada.

Y superar el break even en BN Ordinario (2022e) tras más de una década en pérdidas

Tras prácticamente una década con beneficio neto negativo, consecuencia de unos gastos financieros sobredimensionados para su EBIT, GALQ "tanteó" el break even a nivel de beneficio ordinario neto en 2018 y 2019. No obstante, como consecuencia del efecto "Covid-19", estimamos una vuelta a beneficio neto negativo en 2020e, alcanzando el break even en 2021e y "rebotando" con fuerza en 2022e como consecuencia de la recuperación del EBITDA (+32% vs 2021e).

La reducción de gastos financieros a partir de 2020e (c. -15%; resultado de la reestructuración ejecutada en 2019) y una tasa fiscal del 12% permitirán empujar el beneficio neto ordinario de la compañía a niveles de c. EUR 9Mn en 2022e (vs break even de 2019). Lo que pone en valor el esfuerzo por reestructurar su estructura de capital. Adicionalmente, GALQ cuenta con activos por impuesto diferido generados en ejercicios anteriores y no activados por importe de EUR 90Mn. Su activación supondrá en el futuro una reducción significativa del gasto fiscal.

Gráfico 27. EBIT, Resultado financiero y BN ordinario (2015-2022e)

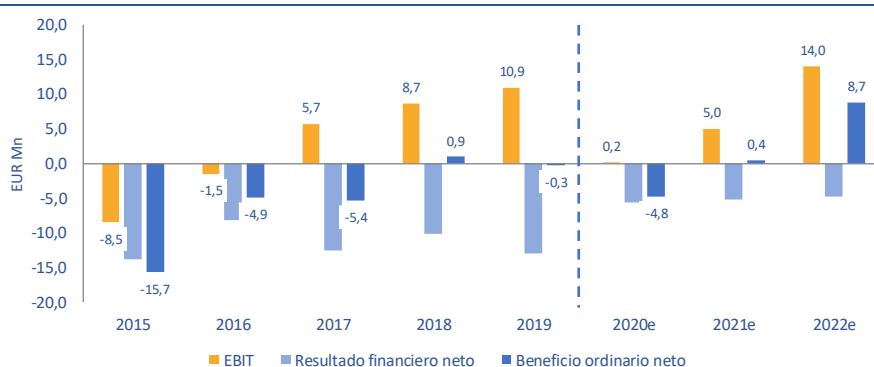
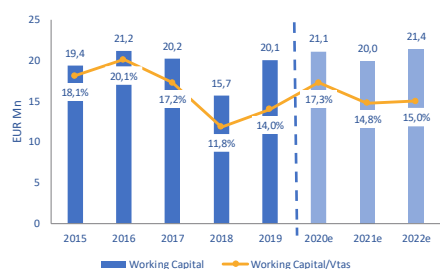


Gráfico 28. Working Capital/Vtas (2015-2022e)

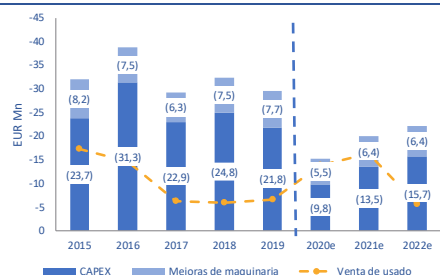


La gestión del capital circulante: "clave" en términos de FCF...

Durante el período 2015-2019 la compañía consiguió reducir 4,1p.p. el ratio Working Capital/Vtas (18,1% en 2015 vs 14,0% 2019) gracias a la mejora en las condiciones crediticias de sus clientes, permitiendo una reducción en los días de cobro.

Dado que el efecto "Covid-19" producirá inevitablemente una reducción significativa de la actividad económica, en 2020e trabajamos con la hipótesis de empeoramiento de las condiciones crediticias de los clientes de GALQ, que trataran de alargar el pago de sus facturas lo máximo posible, con un impacto inevitable en la generación de caja de GALQ (incremento de c. 3p.p. del Working Capital/Vtas; parcialmente compensado por un incremento en los días de pago a proveedores). A partir de 2021e trabajamos con una hipótesis de normalización en los días de cobro con un impacto positivo en el FCF de EUR 1,5Mn (6% s/EBITDA 2021e).

Gráfico 29. Inversión total (2015-2022e)



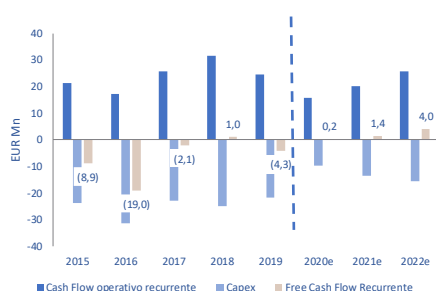
Nota: Las inversiones realizadas durante los últimos años permitirán reducir el CAPEX e incrementar la venta de maquinaria usada en 2020e y 2021e.

... con el CAPEX en el "punto de mira"

Dada la naturaleza de su negocio, GALQ ha mantenido niveles elevados de CAPEX durante los últimos años (CAPEX/Vtas medio -5y 20% vs 16% de sus principales comparables cotizados) con el objetivo de adaptar su flota al crecimiento de la compañía durante ese período (+7,5% TACC 2015-2019). Adicionalmente al CAPEX de mantenimiento y crecimiento, la compañía requiere anualmente de una inversión recurrente en mejoras de su propia maquinaria (gasto registrado directamente en P&L y capitalizado; c. 6% s/Vtas), lo que elevó la salida de caja por inversiones a c. EUR 30Mn en 2019.

La reducción de la inversión esperada en 2020e llevará el CAPEX a mínimos no vistos desde 2014 (CAPEX prácticamente "nulo"; consecuencia de la difícil situación en la que se encontraba la compañía en aquel momento), por lo que necesariamente esperamos un "rebote" de la inversión en 2021e y 2022e (CAPEX/Vtas 10% y 11%, respectivamente) alcanzando una inversión total de al menos EUR 20Mn en 2021e y EUR 22Mn en 2022e; nivel de inversión que consideramos necesario para mantener el nivel de actividad actual de la compañía (y la antigüedad media de su flota en c. 9 años).

Gráfico 30. CF operativo, CAPEX y FCF Rec.



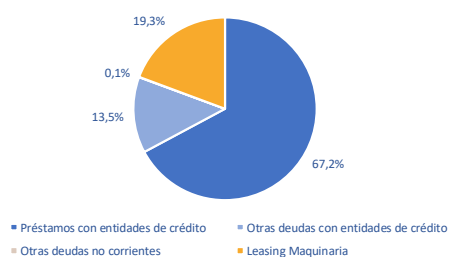
¿Qué FCF generará GALQ?

El FCF -5y ha estado marcado por unos niveles de inversión elevados para adaptar la flota de la compañía al crecimiento de sus negocios (ingresos 2015-2019: 7,5% TACC), consumiendo la práctica totalidad del Cash Flow operativo en CAPEX (de mantenimiento y crecimiento), resultando en un FCF recurrente negativo durante todo el período.

Para 2020e esperamos un “frenazo” en la inversión (-55% vs 2019) que irá revirtiendo hasta alcanzar un CAPEX recurrente de c. EUR 15,5Mn, y que, junto a los costes incurridos en mejoras de inmovilizado (EUR 6,5Mn; capitalizados en P&L) implicarán una inversión total de, al menos, EUR 22Mn (aun inferior a los EUR 30Mn de 2019).

A pesar de que en 2022e consideramos un EBITDA “en línea” con el alcanzado en 2019, estimamos un FCF Rec. 2022e de c. EUR 4,0Mn (FCF yield c.5%) como resultado de: (i) un CAPEX inferior (impacto: EUR 6,1Mn) al no incluir inversión en crecimiento significativa, (ii) una menor inversión en working capital (impacto de EUR 3,0Mn) resultado de una normalización del consumo de circulante en c. EUR 1,5Mn (vs 4,4Mn en 2019) y (iii) una ligera reducción del resultado financiero neto con impacto en cash flow (por la reducción de su endeudamiento).

Gráfico 31. Deuda total (2019)



En condiciones de mantener unos niveles de endeudamiento asumibles

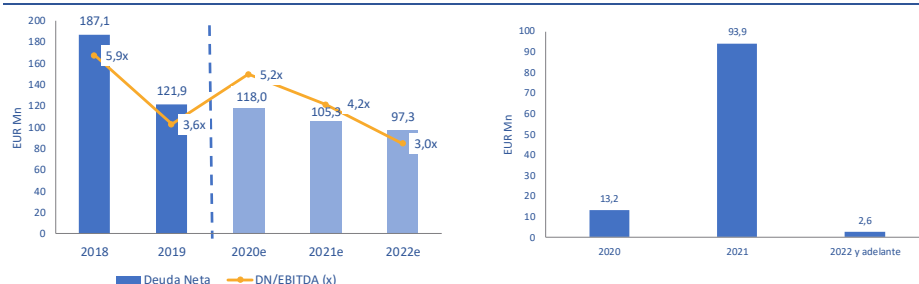
GALQ cierra 2019 con una deuda financiera neta total de EUR 122Mn, compuesta principalmente por préstamos con entidades de cto. (67%; con un vencimiento de EUR 75,7Mn en 2021e), leasing de maquinaria (considerado como deuda por su naturaleza operativa; 19,3%) y otras deudas (recoge principalmente líneas de crédito dispuestas).

La reducción de los niveles de CAPEX junto con el incremento de la venta de maquinaria usada durante el período 2020e-2022e debería permitir mantener un endeudamiento controlado, manteniendo un ratio DN/EBITDA 2022e de c. 3,0x (vs media de sus comparables Loxam c. 5x y Kiloutou, c. 4,5x).

Aunque consideramos que el nivel de endeudamiento actual es asumible por la compañía (incluso ante una situación de caída brusca de la actividad en 2020e), GALQ tiene que refinanciar el pago del importe pendiente del préstamo sindicado (EUR 75Mn) con vencimiento 2021e y que consideramos que podrá resolverse a lo largo de 2020 modificando el vencimiento bullet de 2021e por un calendario de pagos anuales a 5 años (pudiendo reducir ligeramente el coste de su deuda; hoy a un tipo de interés fijo del 3,5%).

Además, en caso de que fuese necesario, la compañía cuenta con liquidez adicional a través de: (i) su accionista de control (Francisco Riberas), que concedió a finales de 2019 una línea de crédito por valor de EUR 20Mn (de los que estimamos que aún quedan disponibles c. EUR 10Mn), y (ii) el mercado de vehículos industriales usados: un mercado global, transparente y extraordinariamente líquido. Lo que debiera servir de “colchón” para superar la brusca contracción de la actividad de 2020e.

Gráfico 32. Evolución de la deuda neta y vencimientos de préstamos con entidades de cto.



¿Y si la recuperación fuese más lenta de lo esperado?

La idea básica es la de una compañía con cierta resiliencia. Pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un contexto macro favorable. En caso de que la recuperación de la actividad económica tras el efecto “Covid-19” se alargue en el tiempo más de lo esperado, estimamos ingresos 2022e de EUR 135Mn (-5,4% vs 2019; -5% vs escenario central), con un margen EBITDA de c. 21% (EBITDA EUR 28,3Mn).

Tabla 3. 2022e ¿Qué ocurriría si...?

	Recuperación Lenta	Ejercicio 2022	
		Escenario Central	Recuperación Rápida
Ventas	135,4	142,5	149,7
<i>Cto Vtas 2022 vs 2020</i>	10,7%	16,5%	22,4%
EBITDA	28,3	32,7	37,2
<i>Cto EBITDA 2022 vs 2020</i>	25,8%	45,4%	65,1%
<i>EBITDA 2022 vs 2019</i>	-16,4%	-3,4%	9,7%
Margen EBITDA/Vtas	20,9%	23,0%	24,8%
<i>Margen EBITDA 2022 vs 2020 (p.p.)</i>	2,5	4,6	6,4
<i>Margen EBITDA 2022 vs 2019 (p.p.)</i>	(2,8)	(0,7)	1,2
DN 2022e	99,8	97,3	94,9
EV/EBITDA 2022	7,3	6,3	5,6
<i>Prima / (Dto) vs EV/EBITDA Feb. 2020</i>	2,8%	-11,1%	-21,7%

Afianzando el argumento de que el riesgo cíclico se ha reducido sustancialmente en GALQ gracias a su reestructuración. Pero, obviamente, no ha desaparecido... Un colapso económico que prolongará el “efecto Covid-19” más allá de 2022 llevaría el EBITDA a niveles de 2011 (y 2018). Pero no comprometería a la compañía.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,7	17,5	12,2	180,5			
Market Cap	77,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	121,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,2%	Coste de la deuda neta			3,0%	3,5%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,4%	2,8%	
Risk free rate (rf)	0,7%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	10,0%	
Beta (B)	1,2	B (Thomson Reuters)			1,1	1,2	
Coste del Equity	11,5%	Ke = Rf + (R * B)			10,1%	12,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	38,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	61,1%	D			=	=	
WACC	6,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,4%	6,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

(2) GALQ cuenta con activos por impuesto diferido no activados por importe de EUR 90Mn. Su activación supondrá en el futuro una reducción significativa del gasto fiscal.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Ashtead Group	AHT.L		9.597,5	12,0	16,4%	6,2	10,8%	2,9	8,9%	46,3%	11,5%	1,3%
Aggreko	AGGK.L		1.524,5	11,3	3,1%	3,7	-0,6%	1,2	0,1%	33,8%	8,8%	22,6%
Cramo	CRA1V.HE		592,6	13,1	16,9%	4,9	2,2%	1,6	2,8%	32,6%	9,4%	-13,8%
VP	VP.L		291,3	6,5	6,5%	4,7	3,6%	1,4	6,4%	29,1%	10,5%	n.a.
Speedy Hire	SDY.L		320,6	14,1	n.a.	4,7	n.a.	1,1	n.a.	24,1%	4,4%	n.a.
HSS Hire Group	HSS.L		55,6	7,3	n.a.	3,2	n.a.	0,6	n.a.	19,5%	0,2%	n.a.
Europe				10,7	10,7%	4,6	4,0%	1,5	4,5%	30,9%	7,5%	3,4%
United Rentals	URI		7.342,5	7,0	24,8%	4,9	6,2%	2,2	3,2%	44,5%	23,2%	-8,1%
Herc Rentals	HRI		568,8	8,9	24,3%	3,9	4,4%	1,4	2,8%	35,9%	4,8%	211,1%
Mobile Mini	Mini.O		969,7	10,8	12,2%	7,7	5,9%	3,1	5,0%	40,3%	14,7%	6,9%
H&E Equipment Services	HEES.O		482,6	6,3	9,2%	3,7	-1,6%	1,3	3,0%	34,1%	n.a.	n.a.
GALQ	GALQ.MC		77,6	n.a.	n.a.	9,2	20,6%	1,7	8,0%	18,4%	0,2%	43,3%

(1) Datos de comparables tomados de TR a fecha de este informe. El consenso de mercado todavía no habría recogido en su totalidad la revisión de números que provocará la crisis Covid-19 lo que debe ser tomado en cuenta a la hora de utilizar estos datos a efectos comparativos con GALQ.

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	20,3%	27,5	7,5x
Central	18,3%	24,8	8,4x
Min	16,3%	22,1	9,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
	9,0%	10,0%	11,0%		Max	Central	Min
EBITDA 21e							
27,5	5,5	4,1	2,8	Max	7,0%	5,3%	3,6%
24,8	2,8	1,4	0,1	Central	3,6%	1,8%	0,1%
22,1	0,1	(1,3)	(2,6)	Min	0,1%	n.a.	n.a.

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

Ciclicidad de la industria y posible contracción de márgenes: A pesar de que durante los últimos años GALQ ha mantenido el foco en diversificar su negocio tanto geográfica como sectorialmente (en la actualidad el peso de la construcción s/ingresos es del 11% vs > 80% en 2008), la ciclicidad inherente al negocio del alquiler de maquinaria no ha desaparecido.

Un prolongado contexto de “parón” industrial como consecuencia de la crisis del coronavirus podría llevar a la UE a una situación de recesión prolongada que implicaría, casi necesariamente, una fuerte contracción de los principales sectores de destino de la maquinaria alquilada por GALQ (servicios, instalaciones y mantenimiento, construcción, metal-minería y alimentación, entre otros). Y que repercutirá negativamente en la rentabilidad de la compañía como proveedor de equipos. Una reducción de ingresos del 10% (sobre nuestras estimaciones 2020e) produciría un impacto negativo adicional sobre el EBITDA de c. 33%.

Integración de los fabricantes de maquinaria en el mercado del alquiler. Aunque se trata de una tendencia que afecta principalmente a clientes y operadores de gran tamaño (especialmente en el sector de las carretillas), la entrada en el mercado del alquiler de grandes fabricantes de maquinaria como Caterpillar (a través de Barloworld Mera), Linde, Volvo, Toyota, etc., producirá un incremento de la oferta que podría conducir a un exceso de capacidad: presionando el precio de los alquileres a la baja en el corto plazo. En términos generales, la integración “aguas abajo” de los fabricantes implica un riesgo estratégico y de largo plazo para el sector. Ante el que no hay barreras de entrada significativas.

Volumen de endeudamiento y evolución de los tipos de interés. Aunque la compañía ha reducido de forma significativa su endeudamiento en 2019, la contracción del EBITDA 2020e implicará que la DN/EBITDA pueda situarse en c. 5x en 2020e. Con unos gastos financieros de c. EUR 5,5Mn (que implica poca capacidad de reacción ante una eventual contracción de márgenes operativos: un escenario casi “cierto” en un contexto de fuerte recesión macro por la crisis del COVID-19). La totalidad de la deuda financiera de la compañía está referenciada a tipos de interés fijos (c. 3,5%) por lo que en la actualidad no existe un riesgo asociado a la evolución de los tipos de interés. Ratio Gastos Financieros (cash)/EBITDA 2020e, 25% (una caída adicional del 10% de los ingresos 2020e llevaría la ratio Gastos Financieros (cash)/EBITDA a c. 35%).

Gestión del capital circulante: Elemento clave en el negocio del alquiler de maquinaria por el gap entre cuentas a cobrar (c. 80 días) y a pagar (c. 60 días), que consumió c. 10% del EBITDA Recurrente generado en 2019 principalmente como consecuencia de una reducción de c. EUR 4Mn de las cuentas de proveedores. Por este motivo, y como vía de compensación de la reducción del período de pago, la gestión eficiente de cobros e inventarios (con una rotación de c. 90 días asociados principalmente al negocio de distribución) será clave. La experiencia de la crisis de 2008-2009 (incremento de c. 30 días en periodos de cobro) apunta a que el diferencial tenderá a ampliarse en 2020 con un efecto adicional sobre el apalancamiento de GALQ. Nuestro escenario central contempla un incremento del gap entre cuentas a cobrar y pagar de c. 10 días (2020e).

Exposición a mercados emergentes (principalmente Latam): La presencia de GALQ en México, Colombia, Chile, Perú, Panamá, República Dominicana, Marruecos y Arabia Saudí supone una exposición tanto a determinados riesgos no presentes en economías más maduras, como a la macro de cada región. El aumento del mix de ingresos ajeno a la Eurozona (c.25% s/ingresos 2019) incrementará la exposición principalmente al dólar y al peso mexicano. La política de la compañía es que las operaciones de cada país se financien con deuda tomada en moneda local, no cubriendo el riesgo de tipo de cambio a través de derivados.

Obsolescencia del parque de maquinaria: En la industria del alquiler de maquinaria se está produciendo una migración hacia un modelo más sostenible desde el punto de vista medioambiental, sustituyendo la flota de equipos diésel por eléctricos (64% s/flota actual). Además, el parque de maquinaria de GALQ cuenta con una antigüedad media de 8-9 años (vs media de la industria en Europa de 6-7 años). Aunque la compañía considera eficiente el parque de maquinaria actual, un incremento de 2,5p.p del CAPEX/Vtas para 2020e (hasta 10,5% s/Vtas vs 8% estimado) produciría un impacto sobre el FCF recurrente 2022e de c. EUR 3Mn.

Nuevo socio industrial (Francisco Riberas): participación de control y vocación de largo plazo

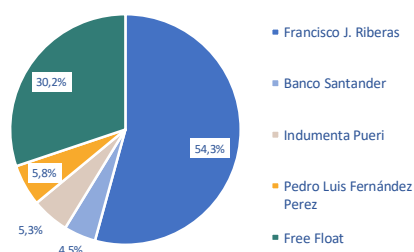
Tabla 4. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Nombramiento	% Capital
Francisco José Riberas Mera	Dominical	17/09/2019	54,3%
Patricia Riberas López	Dominical	17/09/2019	0,0%
Pedro Luis Fernández Perez	Ejecutivo	28/07/2003	5,8%
Jacobo Cosmen	Independiente	23/06/2016	0,0%
Verónica Pascual Boé	Independiente	27/05/2018	0,0%
Ignacio Moreno Martinez	Independiente	17/09/2019	0,0%
Total			60,1%

Mientras que el equipo directivo de GALQ se ha mantenido relativamente estable durante los últimos años, el Consejo de Administración se renovó parcialmente en 2019 con la entrada de un nuevo accionista de control, Francisco Riberas (54,3% del capital), socio industrial (accionista de control de Gestamp y Cie Automotive, entre otros negocios) que sustituye la participación que mantenían las entidades financieras como consecuencia de la reestructuración de la deuda de GALQ en 2015. El cargo de Consejero Delegado lo mantiene Pedro Luis Fernández, que cuenta con más de 20 años de experiencia en el sector (socio fundador de GALQ en 2003; participación actual del 5,8% del capital).

Un Consejo de Administración renovado... compuesto por 6 miembros (vs 7 en 2018): 1 ejecutivo, 2 dominicales y 3 independientes. Y sólo uno de ellos con antigüedad en la compañía anterior a 2016. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años, renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente). Los consejeros independientes solo podrán ser reelegidos dos veces.

Gráfico 33. Composición del accionariado



... Que controla el 60,1% del capital con la entrada en 2019 de Francisco J. Riberas, nuevo accionista de control, tras adquirir el 54,6% del capital de GALQ a varias entidades bancarias acreedoras (salvo Banco Santander, que mantiene un 4,5%) a través de su Family Office (GAMI; Gestora de Activos y Maquinaria Industrial).

En la actualidad, tras la OPA obligatoria lanzada en julio y la ampliación de capital de EUR 27,3Mn a finales de 2019, Francisco Riberas controla el 54,3% del capital, mantiene dos puestos en el Consejo de Administración, y aporta un proyecto industrial, cuyos intereses y vocación de largo plazo, se encuentran alineados con los de los minoritarios. El free float se sitúa en c. 30%.

La remuneración de los consejeros no ejecutivos aprobada en octubre de 2019 consiste en una retribución fija de EUR 39k por pertenencia al consejo y EUR 12k por pertenencia a cada una de las comisiones (auditoría y nombramientos y retribuciones) y EUR 6k por ejercicio de cargo de presidente del Consejo de Administración o cualesquiera de las comisiones. Durante el ejercicio 2019 la remuneración del Consejo de Administración ascendió a EUR 0,3Mn (sin incluir la remuneración del Consejero Delegado por sus funciones ejecutivas).

La remuneración del Consejero Delegado por el desempeño de sus funciones ejecutivas consiste en: (i) EUR 533k como retribución fija, (ii) una cantidad variable anual por importe de EUR 200k (vs máximo de EUR 390k de ejercicios anteriores) que se devengará en función del cumplimiento de objetivos sobre EBITDA y deuda neta (siempre que se alcance un grado de cumplimiento mínimo del 70%), (iii) un bonus de permanencia por importe de EUR 350k (EUR 70K netos al año durante cinco años), (iv) una retribución en especie por importe de EUR 33k y (v) un incentivo a largo plazo vinculado al cumplimiento del business plan 2020-2023 por importe de EUR 1,4Mn.

Y con incentivos al resto del equipo directivo vía bonus. GALQ cuenta con un sistema de retribución variable dirigido al personal clave manteniendo el “foco” en la generación de valor en la compañía en el medio y largo plazo: medida como la capacidad de crecer en EBITDA sin deteriorar el nivel de apalancamiento. El sistema de incentivos, basado en el cumplimiento del business plan (2020-2023) bajo unos niveles razonables de apalancamiento, supone un freno a “estrategias” de cumplimiento de objetivos vía crecimiento no orgánico no rentable.

Sin remuneración al accionista en el corto/medio plazo. Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out, 0%), reinvertiendo la caja generada en el negocio. No hay ningún compromiso de la compañía con el inicio del pago de dividendos. No obstante, tras el cambio de accionista de referencia, no es descartable el pago de dividendos si el negocio lo permite.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,3	2,6	2,0	1,2	22,1	22,1	22,1	22,1		
Inmovilizado material	131,1	131,0	125,1	132,8	138,5	130,2	120,5	121,4		
Otros activos no corrientes	5,9	4,8	4,8	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6		
Inmovilizado financiero	0,8	0,6	0,4	-	0,9	1,6	2,3	3,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,2	16,2	16,3	16,5	16,4	16,4	16,4	16,4		
Activo circulante	52,5	52,7	48,9	47,6	47,4	46,3	47,1	48,6		
Total activo	208,7	208,0	197,5	202,0	228,9	220,1	211,9	215,1		
Patrimonio neto	1,7	(8,7)	(10,5)	(17,6)	51,1	46,1	46,5	55,3		
Minoritarios	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,6	2,7	0,4	0,3	8,2	8,2	8,2	8,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	20,2	22,4	24,6	26,8		
Deuda financiera neta	170,7	181,8	178,3	187,1	121,9	118,0	105,3	97,3		
Pasivo circulante	33,1	31,6	28,7	31,9	27,4	25,2	27,1	27,3		
Total pasivo	208,7	208,0	197,5	202,0	228,9	220,1	211,9	215,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
Total Ingresos	107,0	105,3	117,2	132,2	143,1	122,3	135,1	142,5	7,5%	-0,1%
Cto. Total Ingresos	3,0%	-1,6%	11,4%	12,8%	8,2%	-14,5%	10,5%	5,5%		
Coste de ventas	(18,5)	(18,2)	(24,3)	(34,2)	(40,2)	(37,1)	(41,5)	(39,1)		
Margen Bruto	88,6	87,1	93,0	98,1	102,9	85,2	93,5	103,4	3,8%	0,2%
Margen Bruto / Ingresos	82,8%	82,7%	79,3%	74,2%	71,9%	69,7%	69,3%	72,6%		
Gastos de personal	(33,3)	(33,4)	(33,3)	(36,7)	(39,5)	(35,0)	(39,6)	(40,6)		
Otros costes de explotación	(41,4)	(34,5)	(35,0)	(34,4)	(29,5)	(27,7)	(29,1)	(30,1)		
EBITDA recurrente	13,9	19,1	24,7	27,0	33,9	22,5	24,8	32,7	25,0%	-1,1%
Cto. EBITDA recurrente	32,7%	37,6%	29,4%	8,9%	25,7%	-33,5%	10,0%	32,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	13,0%	18,2%	21,1%	20,4%	23,7%	18,4%	18,3%	23,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(6,0)	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	-	-	-		
EBITDA	7,9	14,2	23,3	24,3	32,8	22,5	24,8	32,7	42,6%	0,0%
Depreciación y provisiones	(24,6)	(23,2)	(23,9)	(23,2)	(21,7)	(19,9)	(18,3)	(17,3)		
Gastos capitalizados	8,2	7,5	6,3	7,5	7,7	5,5	6,4	6,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)		
EBIT	(8,5)	(1,5)	5,7	8,7	10,9	0,2	5,0	14,0	n.a.	8,8%
Cto. EBIT	43,7%	82,1%	475,1%	51,4%	25,9%	-98,2%	n.a.	179,4%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	4,9%	6,5%	7,6%	0,2%	3,7%	9,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(13,8)	(8,3)	(12,6)	(10,2)	(13,0)	(5,7)	(5,3)	(4,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	0,7	0,7	0,7	0,7		
Beneficio ordinario	(22,3)	(9,8)	(6,9)	(1,6)	(1,4)	(4,8)	0,5	9,9	-50,1%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario	29,5%	56,1%	29,3%	77,1%	12,7%	-247,5%	109,4%	n.a.		
Extraordinarios	18,0	-	-	-	44,9	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(4,3)	(9,8)	(6,9)	(1,6)	43,5	(4,8)	0,5	9,9	n.a.	-38,9%
Impuestos	(2,2)	(1,3)	(0,9)	(2,4)	(3,5)	(0,1)	(0,1)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,0%	n.a.	12,0%	12,0%		
Minoritarios	0,6	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	(4,9)	0,4	8,7	n.a.	-39,8%
Cto. Beneficio neto	79,4%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-112,4%	108,1%	n.a.		
Beneficio ordinario neto	(15,7)	(4,9)	(5,4)	0,9	(0,3)	(4,8)	0,4	8,7	-63,9%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	38,9%	68,6%	-9,4%	117,3%	-128,6%	n.a.	108,3%	n.a.		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
EBITDA recurrente						22,5	24,8	32,7	25,0%	-1,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(5,7)	(5,7)	(5,7)		
Var. capital circulante						(1,0)	1,1	(1,4)		
Cash Flow operativo recurrente						15,8	20,2	25,6	3,3%	1,6%
CAPEX						(9,8)	(13,5)	(15,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,7)	(5,3)	(4,8)		
Impuestos						(0,1)	(0,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						0,2	1,4	4,0	-16,7%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						3,7	11,3	3,9		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,9	12,8	7,9	28,9%	-46,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(3,9)	(12,8)	(7,9)		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

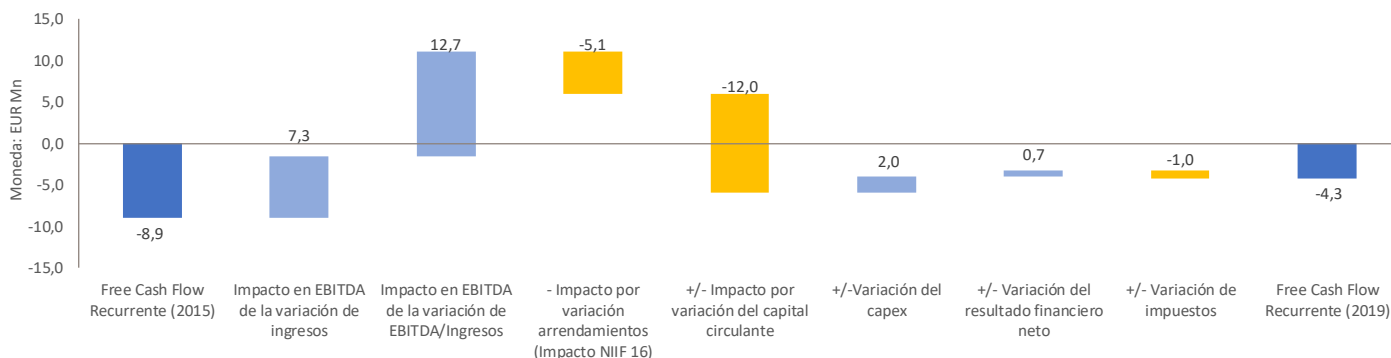
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	19,1	24,7	27,0	33,9	22,5	24,8	32,7	21,0%	-1,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	37,6%	29,4%	8,9%	25,7%	-33,5%	10,0%	32,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,2%	21,1%	20,4%	23,7%	18,4%	18,3%	23,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(5,7)	(5,7)	(5,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,9	4,6	(4,4)	(1,0)	1,1	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	17,4	25,7	31,5	24,4	15,8	20,2	25,6	12,1%	1,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-19,2%	48,0%	22,7%	-22,5%	-35,3%	27,9%	26,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,5%	21,9%	23,8%	17,1%	12,9%	15,0%	18,0%		
- CAPEX	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(9,8)	(13,5)	(15,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(4,4)	(4,4)	(5,5)	(5,7)	(5,3)	(4,8)		
- Impuestos	(0,6)	(0,5)	(1,2)	(1,5)	(0,1)	(0,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	(19,0)	(2,1)	1,0	(4,3)	0,2	1,4	4,0	-39,1%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	112,5%	-88,8%	n.a.	n.a.	n.a.	637,9%	184,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	0,2%	1,0%	2,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones*	16,1	7,0	6,0	4,2	3,7	11,3	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,5)	52,0	-	-	-		
= Free Cash Flow	(7,8)	3,4	2,9	50,8	3,9	12,8	7,9	n.a.	-46,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	n.a.	-14,2%	n.a.	-92,4%	230,5%	-37,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	1,3%	n.a.	0,2%	1,8%	5,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	4,4%	3,7%	65,5%	5,0%	16,4%	10,2%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(8,9)	(19,0)	(2,1)	1,0	(4,3)	0,2	1,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	2,2	3,2	2,2	(4,9)	2,4	1,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	5,5	3,4	(1,0)	4,7	(6,4)	(0,1)	6,6		
= Variación EBITDA recurrente	5,2	5,6	2,2	6,9	(11,4)	2,2	8,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(0,6)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(9,3)	2,7	3,6	(8,9)	3,4	2,2	(2,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,1)	8,3	5,8	(7,1)	(8,6)	4,4	5,4		
+/- Variación del CAPEX	(7,6)	8,4	(1,9)	3,1	12,0	(3,7)	(2,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,8	(0,0)	0,0	(1,1)	(0,2)	0,4	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,2	(0,8)	(0,2)	1,3	0,1	(1,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(10,1)	16,9	3,1	(5,3)	4,5	1,2	2,6		
Free Cash Flow Recurrente	(19,0)	(2,1)	1,0	(4,3)	0,2	1,4	4,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,5)	5,7	8,7	10,9	0,2	5,0	14,0	n.a.	8,8%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,0%	12,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,6)	(1,7)		
EBITDA recurrente	19,1	24,7	27,0	33,9	22,5	24,8	32,7	21,0%	-1,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(5,7)	(5,7)	(5,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,9	4,6	(4,4)	(1,0)	1,1	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	17,4	25,7	31,5	24,4	15,8	20,2	25,6	12,1%	1,6%
- CAPEX	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(9,8)	(13,5)	(15,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,6)	(1,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(14,0)	2,8	6,7	2,7	6,0	6,1	8,3	n.a.	46,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	519,2%	n.a.	139,8%	-60,2%	127,1%	1,5%	35,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	2,4%	5,0%	1,9%	4,9%	4,5%	5,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones*	16,1	7,0	6,0	4,2	3,7	11,3	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,5)	52,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	2,1	9,8	11,2	58,9	9,7	17,5	12,2	n.a.	-40,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-93,1%	356,1%	14,0%	428,2%	-83,5%	80,1%	-30,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	1,3%	3,2%	1,3%	2,9%	3,0%	4,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,0%	4,7%	5,4%	28,5%	4,7%	8,4%	5,9%		

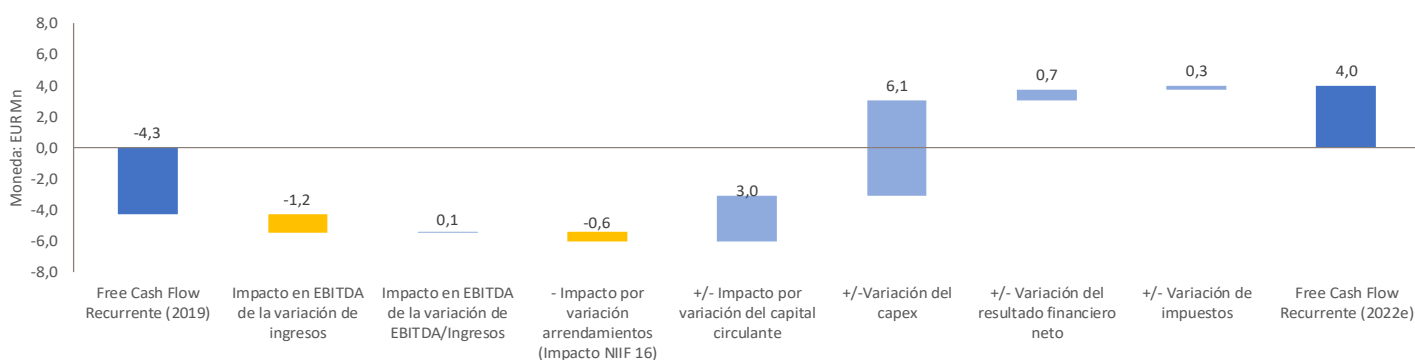
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(*) Adquisiciones / Desinversiones incluye en 2020e un neto de: EUR 9,7Mn correspondiente al cobro por desinversiones de maquinaria usada y una salida de caja de EUR 6Mn por el crecimiento no orgánico estimado.

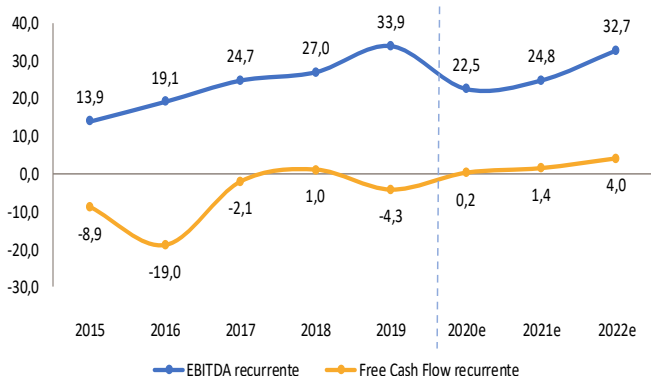
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



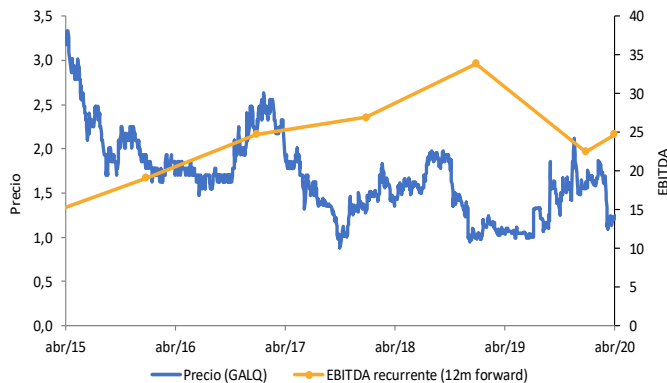
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	77,6	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	8,2	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	121,9	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,9	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	-	Rdos. 12m 2019
Enterprise Value (EV)	207,0	

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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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 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 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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 (IEAF) 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
08-Abr-2020	n.a.	1,23	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

