

Resultados 3m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Resultados en línea.

Impacto ⁽¹⁾: No moveremos nuestras estimaciones.

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

+34 915 904 226

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%).

Resultados 1T20: Sin grandes sorpresas. Mantenemos estimaciones

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	68,4	74,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	207,6	225,2
Número de Acciones (Mn)	63,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,12 / 1,39 / 0,98	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,11	
Rotación ⁽³⁾	42,7	
Thomson Reuters / Bloomberg	GALQ.MC / GALQ SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

SIN "SORPRESAS" EN INGRESOS (EUR 33,7MN VS 32,8MN EN 1T19) que muestran un crecimiento del 3% pese a que la actividad de la compañía se redujo cerca de un 15% durante el mes de marzo (resultado del severo parón de la economía global; PIB de España 1T20: -5,2% t/t).

Estructura Accionaria (%)

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

AUNQUE EL COVID-19 (YA) PESA SOBRE EL EBITDA (-16,2% vs 1T19): alcanzando un importe de EUR 8,3Mn (Mg. EBITDA 24,6%; -5,6p.p. vs 1T19) resultado de un negocio con un elevado apalancamiento operativo que no puede reducir su tamaño a la misma velocidad que lo hace su actividad (las medidas de reducción de costes establecidas por la compañía se implementaron en el mes de abril, por lo que no impactan en el 1T20). La reducción del EBITDA (EUR 1,6Mn) se traslada íntegramente al EBIT (-66,7% vs 1T19).

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. ⁽⁴⁾	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 ⁽⁵⁾	18,6	-14,4	20,9	9,8
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. ⁽⁶⁾	-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 (%) ⁽⁶⁾	6,2	0,1	2,7	7,8

MANTENIENDO UN NIVEL DE ENDEUDAMIENTO ASUMIBLE. GALQ cierra el 1T20 con una deuda neta total de EUR 131,6Mn (DN/EBITDA LTM 3,3x; +8% vs 2019), que se reduce c. 30% vs 1T19 gracias a la reestructuración acometida durante 2019.

EL IMPACTO DEL COVID-19 DEBERÍA CONCENTRARSE EN 2020E: La actividad de la compañía se reduce un 45% en abril, pero recupera (a fecha de este informe) niveles del 76% (vs niveles previos al inicio de la crisis), lo que pone de manifiesto la "resiliencia" del negocio a la crisis provocada por el Covid-19. Las principales razones para crecer (una vez superado el contexto actual) siguen siendo: (i) entrada en el negocio de alquiler de largo plazo, (ii) entrada en negocios al margen del alquiler y sin CAPEX (distribución, mantenimiento) y (iii) su posicionamiento en la Península Ibérica (donde mantiene una posición de liderazgo; c. 10% s/cuota de mercado) y Latam, dos zonas en las que cabe esperar una convergencia a tasas de utilización del alquiler (vs compra) similares a las de Europa y USA. Lo que implica crecimiento.

EN CONCLUSIÓN: Mantenemos números ante unos resultados sobre los que ya pesa la caída de la actividad por la crisis del Covid-19. La hipótesis más racional sigue siendo la de recuperar en 24m (post 2020) niveles de EBITDA similares a 2019 (c. EUR 33Mn) y márgenes del 23% (EBITDA ajustado por gastos capitalizados). Cotizando a c. 6,3x EV/EBITDA (2022e).

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	7,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	7,8
P/BV	1,3	1,5	1,5	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,45	1,70	1,54	1,46
EV/EBITDA Rec.	6,1	9,2	8,4	6,3
EV/EBIT	19,1	n.a.	41,4	14,8
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	0,3	2,1	5,9

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-11,1	-42,0	9,0	-30,0	-41,7	-61,1
vs Ibex 35	-7,0	-14,7	46,9	-1,2	-6,0	-34,9
vs Ibex Small Cap Index	-15,7	-26,5	27,3	-17,4	-39,8	-62,8
vs Eurostoxx 50	-10,8	-22,5	27,0	-9,1	-26,4	-51,8
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-13,7	-21,4	24,2	-8,7	-36,8	-63,8

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) 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.

(5) Sector: Eurostoxx 600 Industrial Goods & Services.

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

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

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

Resultados 3m20

EUR Mn	3m20	3m19	3m20 vs 3m19	2020e 2020e	2020e vs 2019
Total Ingresos	33,7	32,8	2,7%	122,3	-14,5%
EBITDA (Recurrente)¹	8,3	9,9	-16,2%	22,5	-33,5%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>24,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>-5,6 p.p.</i>	<i>18,4%</i>	<i>-5,3 p.p.</i>
EBITDA¹	8,3	9,9	-16,2%	22,5	-31,2%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>24,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>-5,6 p.p.</i>	<i>18,4%</i>	<i>-4,5 p.p.</i>
EBIT	0,9	2,7	-66,7%	0,2	-98,2%
BN	-3,8	6,4	-159,4%	-4,9	-112,4%
Resultado operativo neto²	-1,2	0,2	n.a.	-4,8	n.a.
FCF Recurrente	2,6	0,5	420%	0,2	104,4%
Deuda Neta ³	131,6	194,8	-32%	118,0	-3,2%

(1) EBITDA 1T20 y 1T19 no ajustado por gastos capitalizados (EUR 7,7Mn en 2019). El EBITDA 2020e excluye gastos capitalizados por EUR 5,5Mn.

(2) Resultado operativo neto que excluye: (i) Diferencias de cambio (EUR -2,6Mn en 2020 y EUR 0,8Mn en 2019), (ii) Activación de bases imponibles negativas (EUR 7,2Mn en 2019) y (iii) gastos financieros del préstamo participativo cancelado en 2019 (EUR -1,8Mn).

(3) Deuda Neta ex NIIF 16 (EUR 22,9Mn).

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	190,7			
Market Cap	68,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	121,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2020)					
					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)	0,9%	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	11,7%	Ke = Rf + (R * B)			10,2%	12,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	36,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	64,0%	D			=	=	
WACC	5,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,2%	6,4%	
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	11.492,3	17,2	31,1%	7,3	12,6%	3,3	10,8%	45,6%	10,4%	-4,6%
Aggreko	AGGK.L	1.348,1	10,9	7,4%	3,5	0,2%	1,2	1,9%	33,9%	9,6%	27,4%
Cramo	CRA1V.HE	611,8	12,4	12,3%	5,0	2,7%	1,6	3,8%	32,0%	10,6%	-20,2%
VP	VP.L	301,4	6,6	6,5%	4,7	3,6%	1,4	6,4%	29,1%	10,1%	n.a.
Speedy Hire	SDY.L	346,3	23,3	n.a.	5,5	n.a.	1,3	n.a.	23,3%	4,1%	n.a.
HSS Hire Group	HSS.L	58,3	7,5	n.a.	3,2	n.a.	0,6	n.a.	19,5%	0,2%	n.a.
Europe			13,0	14,3%	4,9	4,8%	1,6	5,7%	30,6%	7,5%	0,9%
United Rentals	URI	7.525,3	9,8	30,3%	5,2	7,2%	2,4	5,3%	45,1%	24,2%	-15,5%
Herc Rentals	HRI	584,6	48,6	180,3%	4,5	10,1%	1,6	8,0%	35,6%	45,5%	-3,3%
Mobile Mini	Mini.O	1.151,8	15,8	n.a.	9,7	n.a.	3,9	n.a.	40,0%	11,0%	14,0%
H&E Equipment Services	HEES.O	440,8	7,3	22,6%	4,0	3,9%	1,3	7,4%	33,2%	n.a.	n.a.
GALQ	GALQ.MC	68,4	n.a.	n.a.	9,2	20,6%	1,7	8,0%	18,4%	0,3%	43,3%

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	7,6x
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		
EBITDA 21e	9,0%	10,0%	11,0%					
27,5	5,5	4,1	2,8	➔	Max	8,0%	6,0%	4,0%
24,8	2,8	1,4	0,1		Central	4,0%	2,1%	0,1%
22,1	0,1	(1,3)	(2,6)		Min	0,1%	n.a.	n.a.

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	TACC	
Total Ingresos	107,0	105,3	117,2	132,2	143,1	122,3	135,1	142,5	7,5%	-0,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>3,0%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-14,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>5,5%</i>		
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%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>82,8%</i>	<i>82,7%</i>	<i>79,3%</i>	<i>74,2%</i>	<i>71,9%</i>	<i>69,7%</i>	<i>69,3%</i>	<i>72,6%</i>		
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%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>32,7%</i>	<i>37,6%</i>	<i>29,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>-33,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>32,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>13,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>21,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,3%</i>	<i>23,0%</i>		
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	<i>n.a.</i>	8,8%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>43,7%</i>	<i>82,1%</i>	<i>475,1%</i>	<i>51,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-98,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>179,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>9,8%</i>		
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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>29,5%</i>	<i>56,1%</i>	<i>29,3%</i>	<i>77,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>-247,5%</i>	<i>109,4%</i>	<i>n.a.</i>		
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	<i>n.a.</i>	-38,9%
Impuestos	(2,2)	(1,3)	(0,9)	(2,4)	(3,5)	(0,1)	(0,1)	(1,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>		
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	<i>n.a.</i>	-39,8%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>79,4%</i>	<i>-91,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>47,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-112,4%</i>	<i>108,1%</i>	<i>n.a.</i>		
Beneficio ordinario neto	(15,7)	(4,9)	(5,4)	0,9	(0,3)	(4,8)	0,4	8,7	-63,9%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>38,9%</i>	<i>68,6%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>117,3%</i>	<i>-128,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>108,3%</i>	<i>n.a.</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
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%	<i>n.a.</i>
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)		

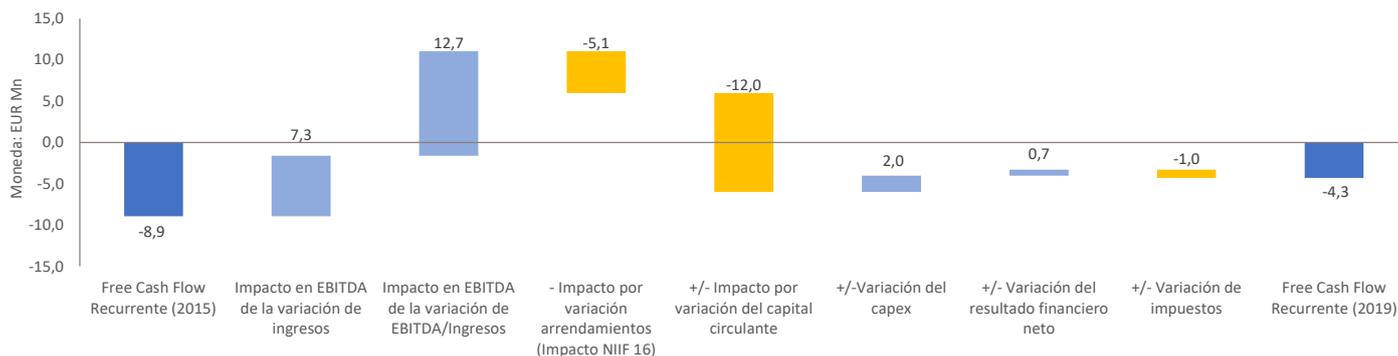
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 5,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

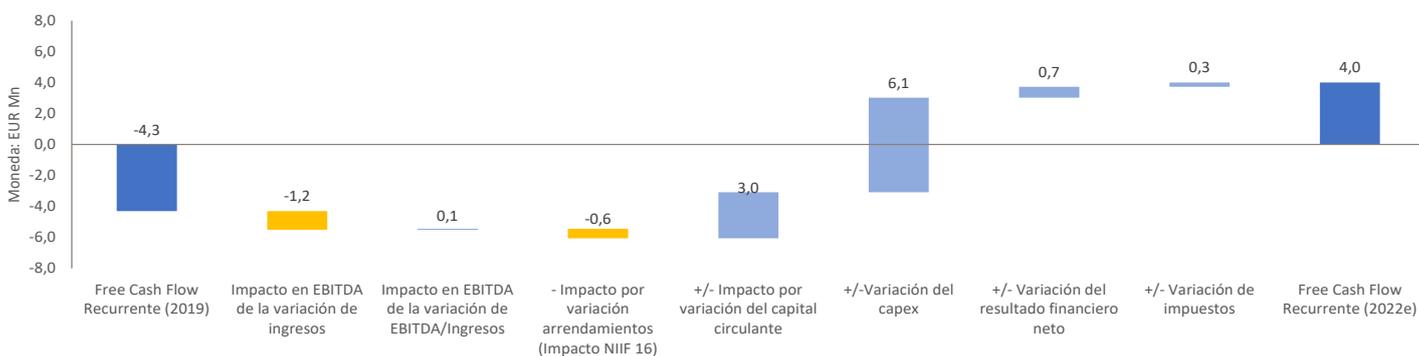
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	19,1	24,7	27,0	33,9	22,5	24,8	32,7	21,0%	-1,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	37,6%	29,4%	8,9%	25,7%	-33,5%	10,0%	32,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,2%	21,1%	20,4%	23,7%	18,4%	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.	1,5%	n.a.	0,3%	2,1%	5,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	4,9%	4,2%	74,3%	5,6%	18,6%	11,6%		
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%	2,9%	4,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,0%	4,7%	5,4%	28,4%	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.

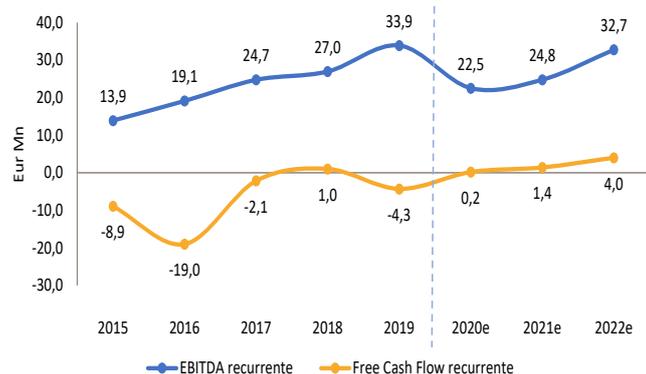
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



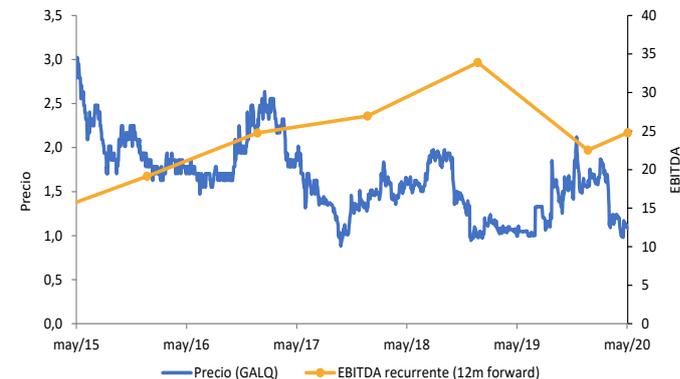
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	68,4	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	8,2	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	131,6	Rdos. 3m 2020
- Inmovilizado financiero	0,9	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	-	Rdos. 12m 2019
Enterprise Value (EV)	207,6	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
Total Ingresos	283,5	242,8	205,3	139,6	120,8	103,9	107,0	105,3	117,2	132,2	143,1	122,3	135,1	142,5	-6,6%	-0,1%
Cto. Total ingresos	-25,0%	-14,3%	-15,4%	-32,0%	-13,5%	-14,0%	3,0%	-1,6%	11,4%	12,8%	8,2%	-14,5%	10,5%	5,5%		
EBITDA	77,0	60,0	24,0	14,5	11,5	14,3	7,9	14,2	23,3	24,3	32,8	22,5	24,8	32,7	-8,2%	0,0%
Cto. EBITDA	-47,5%	-22,1%	-60,0%	-39,6%	-20,5%	24,1%	-44,5%	79,3%	63,6%	4,7%	34,5%	-31,2%	10,0%	32,2%		
EBITDA/Ingresos	27,2%	24,7%	11,7%	10,4%	9,5%	13,8%	7,4%	13,5%	19,8%	18,4%	22,9%	18,4%	18,3%	23,0%		
Beneficio neto	(8,9)	(62,9)	(128,1)	(61,3)	(17,3)	(28,6)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	(4,9)	0,4	8,7	n.a.	-39,8%
Cto. Beneficio neto	-165,6%	-604,0%	-103,5%	52,1%	71,8%	-65,0%	79,6%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-112,4%	108,1%	n.a.		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	3,9	5,6	5,8	5,8	5,8	6,4	24,1	42,8	43,0	43,0	35,5	63,1	63,1	63,1		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,13	n.a.	0,01	0,14	n.a.	-50,3%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,02	n.a.	n.a.	0,01	0,14	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
CAPEX	(10,0)	(5,0)	(3,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(9,8)	(13,5)	(15,7)		
CAPEX/Vtas %	3,5%	2,1%	1,8%	0,5%	0,2%	0,2%	22,2%	29,7%	19,5%	18,8%	15,2%	8,0%	10,0%	11,0%		
Free Cash Flow	74,7	45,0	33,1	42,0	38,4	16,5	18,4	(7,8)	3,4	2,9	50,8	3,9	12,8	7,9	-3,8%	-46,2%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	7,1x	8,3x	18,7x	6,8x	4,0x	18,3x	21,5x	12,8x	7,7x	7,7x	3,7x	5,2x	4,2x	3,0x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,8x		
EV/Vtas (x)	2,4x	2,3x	2,3x	0,8x	0,7x	2,7x	2,3x	2,6x	2,0x	1,7x	1,5x	1,7x	1,5x	1,5x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	9,0x	9,4x	19,4x	8,0x	7,0x	19,4x	31,6x	19,3x	10,0x	9,4x	6,7x	9,2x	8,4x	6,3x		
Comport. Absoluto	-10,9%	-66,2%	-74,8%	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-30,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-31,4%	-59,1%	-71,0%	10,4%	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	n.a.				

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

Nota 2: 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.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

Datos	Europe							USA					Average	GALQ
	EUR Mn	Ashtead Group	Aggreko	Cramo	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group	United Rentals	Herc Rentals	Mobile Mini	H&E Equipment Services			
Market cap	11.492,3	1.348,1	611,8	301,4	346,3	58,3	7.525,3	584,6	1.151,8	440,8	68,4			
Enterprise value (EV)	17.573,7	1.993,1	990,0	595,2	525,2	253,9	17.744,7	2.439,2	1.953,5	1.472,3	207,6			
Total Ingresos	5.257,5	1.700,9	619,0	434,1	410,1	402,2	7.529,5	1.533,7	505,5	1.113,7	122,3			
Cto.Total Ingresos	-7,9%	-10,8%	1,0%	2,0%	-12,5%	3,4%	-4,1%	-9,7%	-14,0%	-7,5%	-7,4%	-2,7%	-14,5%	
2y TACC (2020e - 2022e)	10,8%	1,9%	3,8%	6,4%	n.a.	n.a.	5,7%	5,3%	8,0%	n.a.	7,4%	6,6%	8,0%	
EBITDA	2.396,0	575,9	198,0	126,3	95,7	78,4	3.397,6	546,2	202,1	370,2	22,5			
Cto. EBITDA	-11,2%	-12,1%	5,7%	3,5%	-18,7%	5,5%	-4,5%	-9,2%	-14,7%	-0,4%	-10,7%	-3,4%	-31,2%	
2y TACC (2020e - 2022e)	12,6%	0,2%	2,7%	3,6%	n.a.	n.a.	4,8%	7,2%	10,1%	n.a.	3,9%	6,5%	20,6%	
EBITDA/Ingresos	45,6%	33,9%	32,0%	29,1%	23,3%	19,5%	30,6%	45,1%	35,6%	40,0%	33,2%	36,6%	18,4%	
EBIT	1.146,8	246,1	75,0	63,2	25,4	27,4	1.262,6	107,7	127,2	126,6	0,2			
Cto. EBIT	-23,8%	-9,9%	31,2%	11,7%	-45,9%	12,4%	-4,0%	-34,3%	-51,2%	-9,2%	-24,6%	-21,2%	-98,2%	
2y TACC (2020e - 2022e)	25,2%	2,0%	8,9%	5,5%	n.a.	n.a.	10,4%	24,8%	35,7%	n.a.	11,5%	20,8%	734,0%	
EBIT/Ingresos	21,8%	14,5%	12,1%	14,6%	6,2%	6,8%	12,7%	16,8%	7,0%	25,2%	11,4%	16,6%	0,2%	
Beneficio Neto	727,3	128,0	50,0	43,4	2,5	4,5	782,8	9,5	73,2	63,8	(4,9)			
Cto. Beneficio Neto	-23,2%	-16,1%	36,4%	15,1%	-92,1%	300,0%	36,7%	-25,3%	-77,6%	-2,0%	-18,0%	-5,2%	-112,4%	
2y TACC (2020e - 2022e)	28,2%	3,9%	11,4%	11,3%	n.a.	n.a.	13,7%	24,1%	200,1%	n.a.	18,6%	52,1%	n.a.	
CAPEX/Ventas	-14,4%	-15,5%	-16,8%	-17,5%	-8,3%	-11,7%	-14,0%	-10,0%	-18,3%	-5,1%	-24,2%	-15,0%	-8,0%	
Free Cash Flow	1.200,6	131,2	64,8	31,9	13,4	0,1	1.813,1	267,9	125,6	n.a.	3,9			
Deuda financiera Neta	4.360,0	565,8	n.a.	161,1	76,0	211,6	8.779,0	1.675,9	720,5	1.401,2	118,0			
DN/EBITDA (x)	1,8	1,0	n.a.	1,3	0,8	2,7	1,5	2,6	3,1	3,6	5,2			
Pay-out	28,0%	33,1%	58,1%	35,8%	226,8%	0,0%	63,6%	0,0%	0,0%	67,7%	0,0%	25,3%	0,0%	
P/E (x)	17,2	10,9	12,4	6,6	23,3	7,5	13,0	9,8	48,6	15,8	7,3	15,7	n.a.	
P/BV (x)	3,0	0,8	1,4	1,2	1,2	n.a.	1,5	1,9	n.a.	1,9	1,4	1,4	1,5	
EV/Ingresos (x)	3,3	1,2	1,6	1,4	1,3	0,6	1,6	2,4	1,6	3,9	1,3	1,8	1,7	
EV/EBITDA (x)	7,3	3,5	5,0	4,7	5,5	3,2	4,9	5,2	4,5	9,7	4,0	4,8	9,2	
EV/EBIT (x)	15,3	8,1	13,2	9,4	20,6	9,2	12,7	14,1	22,7	15,4	11,6	14,0	n.a.	
ROE	18,4	7,1	11,3	n.a.	3,8	n.a.	10,1	24,5	22,6	14,2	19,0	19,3	n.a.	
FCF Yield (%)	10,4	9,6	10,6	10,1	4,1	0,2	7,5	24,2	45,5	11,0	n.a.	27,5	0,3	
DPA	0,42	0,17	0,65	0,39	0,01	0,00	0,27	0,00	0,00	1,12	1,04	0,46	0,00	
Dvd Yield	1,7%	3,2%	4,7%	5,3%	1,7%	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	4,3%	8,5%	2,7%	0,0%	

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

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

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
13-May-2020	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
08-Abr-2020	n.a.	1,23	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

