

## Resultados 9m 2021

Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

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

## 9m, en línea. Y perspectivas de demanda que ofrecen un horizonte atractivo: EV/EBITDA 22e 6x

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	149,5	171,6
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	257,2	295,3
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,72 / 1,44 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,08	
Rotación <sup>(3)</sup>	12,8	
Factset / Bloomberg	GALQ-ES / GALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

### Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,0
Pedro Luis Fernández	5,8
Banco Santander	4,4
Free Float	21,6

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	66,2	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	134,1	161,6	176,1	187,1
EBITDA Rec. <sup>(4)</sup>	30,9	36,5	43,8	46,8
% Var.	-9,0	18,3	20,0	6,9
% EBITDA Rec./Ing.	23,0	22,6	24,9	25,0
% Var EBITDA sector <sup>(5)</sup>	-8,3	21,4	16,9	9,2
Beneficio neto	1,1	6,6	12,4	14,8
BPA (EUR)	0,02	0,07	0,13	0,16
% Var.	-98,4	305,4	87,7	18,8
BPA ord. (EUR)	0,03	0,07	0,13	0,16
% Var.	477,7	149,4	87,7	18,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(6)</sup>	-3,4	-4,0	3,6	4,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	108,6	119,9	112,4	103,5
DN / EBITDA Rec.(x)	3,5	3,3	2,6	2,2
ROE (%)	1,7	7,8	13,1	13,6
ROCE (%) <sup>(6)</sup>	4,0	5,1	7,5	8,3

### Ratios y Múltiplos (x) <sup>(7)</sup>

PER	91,6	22,6	12,0	10,1
PER Ordinario	56,3	22,6	12,0	10,1
P/BV	1,8	1,7	1,5	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,92	1,59	1,46	1,37
EV/EBITDA Rec.	8,3	7,0	5,9	5,5
EV/EBIT	34,1	18,0	11,6	10,3
FCF Yield (%) <sup>(6)</sup>	n.a.	n.a.	2,4	3,3

**CONTINÚA EL CRECIMIENTO EN INGRESOS (+29,8% vs 9m20)...** El período 9m21 consolida el ritmo de crecimiento ya observado en los trimestres anteriores alcanzando un nivel de ingresos de EUR 122,5Mn (+30% vs 9m20). Lo que no sólo supone recuperar ya niveles de actividad pre Covid-19, sino que implica un crecimiento del +14,5% frente al período 9m19 (destacando que el 3T21 estanco ya implicaría un crecimiento del +28% vs 3T19). Un nivel de crecimiento remarcable que permite vislumbrar un horizonte atractivo.

**... EMPUJADO POR SUS TRES LÍNEAS DE NEGOCIO.** Los ingresos avanzan gracias a la aceleración de los tres negocios de la compañía. Por un lado, destacamos el buen comportamiento del negocio sin CAPEX (+65% vs 9m20; ¡38% s/Ingresos!) que no requiere de estructura y capital adicional (como la distribución, compraventa, mantenimiento...) y de largo plazo (+31% vs 9m20; 18% s/Ingresos). Y por otro, el negocio de corto plazo (el más afectado por la pandemia) que crece ya un +9% vs 9m20 (y se sitúa en niveles de 2019).

**EBITDA, +14% vs 9m20, EN LÍNEA CON LO ESPERADO.** El incremento en el mix de ingresos de los negocios sin CAPEX y de largo plazo hasta c. 57% (vs c. 45% -1y; con menores márgenes que el alquiler tradicional) reduce el Mg. EBITDA c. 2p.p. hasta el 24% s/Ingresos. Lo que se traduce en un EBITDA (no ajustado por gastos capitalizados) de EUR 29,9Mn (+14% vs 9m20; en línea con el visto en 9m19).

**LO QUE PERMITIRÁ SUPERAR NIVELES DE BREAKEVEN EN BENEFICIO NETO YA EN 2021e.** Todo lo anterior se traduce en un beneficio neto 3T21 de c. EUR 1Mn que deja el BN 9m21 ya en breakeven (vs pérdidas de EUR -2,5Mn en 9m20 y EUR -2Mn en 1T21). Lo que también permitirá a GALQ superar ya en 2021e el nivel de BN en breakeven de 2019.

**EL EQUITY STORY SE MANTIENE INTACTO.** En resumen, trimestre muy sólido desde un punto de vista operativo (pese a la "sombra" del contexto de falta de suministros) que permite mantener nuestras estimaciones de alcanzar ya en 2021e los niveles de EBITDA de 2019. Lo que se traduce en un EV/EBITDA 2021e de c. 7x que, si elevamos la mirada y tenemos en cuenta el crecimiento esperado para el próximo año (Ingresos y EBITDA c. +10% y +20%, respectivamente), se reduce a c. 6x en 2022e.

### Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	1,9	3,3	54,9	38,6	9,9	-20,6
vs Ibex 35	-0,1	0,5	30,7	22,4	9,8	-23,9
vs Ibex Small Cap Index	-1,5	2,0	27,1	31,8	-13,9	-57,4
vs Eurostoxx 50	-4,5	-0,6	22,6	13,2	-18,4	-44,3
vs Índice del sector <sup>(5)</sup>	-3,8	1,3	18,5	10,3	-33,3	-58,8

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(5) Sector: Stoxx Europe 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, Factset y Lighthouse.

## Resultados 9m 2021

**Tabla 1. Resultados 9m21**

EUR Mn	9m21	9m21 Real		2021e	2021e vs
	Real	9m20	vs 9m20		2020
Corto plazo	53,6	49,1	9,2%	62,5	1,6%
Largo plazo	22,7	17,3	31,2%	33,5	14,0%
Sin Capex	46,2	28	65,0%	60,3	41,0%
<b>Total Ingresos</b>	<b>122,5</b>	<b>94,4</b>	<b>29,8%</b>	<b>161,6</b>	<b>20,5%</b>
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>29,9</b>	<b>26,3</b>	<b>13,7%</b>	<b>36,5</b>	<b>22,4%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>24,4%</i>	<i>27,9%</i>	<i>-3,5 p.p.</i>	<i>22,6%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>6,8</b>	<b>4,5</b>	<b>51,1%</b>	<b>8,2</b>	<b>-17,5%</b>
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>104,0%</b>	<b>6,6</b>	<b>256,6%</b>

(1) EBITDA 9m21 no ajustado para excluir el impacto de los gastos capitalizados (c. EUR 3,9Mn). El EBITDA 2021e excluye gastos capitalizados por un total de EUR 6,6Mn. El EBITDA 2021e incluyendo gastos capitalizados ascendería a EUR 43,1Mn.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,5)	12,3	13,4	191,7			
Market Cap	149,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	109,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,5%	Coste de la deuda neta			3,3%	3,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,6%	3,0%	
Risk free rate (rf)	0,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,3%	Ke = Rf + (R * B)			9,8%	12,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	57,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	42,2%	D			=	=	
WACC	7,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,8%	8,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Ashtead Group	AHT-GB	32.906,5	29,1	18,4%	12,0	11,4%	5,5	9,8%	46,3%	2,7%	0,6%
VP	VP-GB	455,6	13,4	11,2%	5,6	3,5%	1,6	4,6%	28,4%	2,6%	51,7%
Speedy Hire	SDY-GB	401,2	14,7	11,6%	4,5	5,3%	1,2	4,0%	26,2%	4,7%	30,6%
HSS Hire Group	HSS-GB	149,1	28,9	88,4%	3,9	4,7%	1,0	3,4%	24,3%	n.a.	65,4%
<b>Europa</b>			21,5	32,4%	6,5	6,2%	2,3	5,5%	31,3%	3,3%	37,1%
United Rentals	URI-US	23.882,0	17,9	16,2%	8,8	9,2%	3,9	7,4%	45,0%	5,5%	5,4%
Herc Rentals	HRI-US	4.904,6	25,7	41,5%	9,0	21,0%	3,8	15,4%	42,5%	1,2%	63,8%
H&E Equipment S.	HEES-US	1.457,8	25,0	32,1%	7,1	9,6%	2,5	3,3%	35,1%	n.a.	n.a.
<b>USA</b>			22,8	29,9%	8,3	13,3%	3,4	8,7%	40,8%	3,3%	34,6%
GALQ	GALQ-ES	149,5	22,6	49,3%	7,0	13,3%	1,6	7,6%	22,6%	n.a.	67,0%

### Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	27,4%	48,2	5,3x
Central	24,9%	43,8	5,9x
Min	22,4%	39,4	6,5x

#### 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 22e				Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
EBITDA 22e	10,8%	12,0%	13,2%					
48,2	10,1	8,0	5,9	➔	Max	6,8%	5,4%	3,9%
43,8	5,7	3,6	1,5		Central	3,8%	2,4%	1,0%
39,4	1,3	(0,8)	(2,9)		Min	0,9%	n.a.	n.a.

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,6	2,0	1,2	22,1	21,2	21,2	21,2	21,2		
Inmovilizado material	131,0	125,1	132,8	138,5	151,7	165,7	169,3	173,0		
Otros activos no corrientes	4,8	4,8	3,8	3,6	6,8	6,8	6,8	6,8		
Inmovilizado financiero	0,6	0,4	-	0,9	3,6	4,2	4,8	5,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,2	16,3	16,5	16,4	19,8	19,8	19,8	19,8		
Activo circulante	52,7	48,9	47,6	47,4	49,9	54,4	58,1	61,8		
<b>Total activo</b>	<b>208,0</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>272,1</b>	<b>280,0</b>	<b>288,0</b>		
Patrimonio neto	(8,7)	(10,5)	(17,6)	51,1	81,9	88,5	100,9	115,7		
Minoritarios	0,6	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	0,4	0,3	8,2	13,7	13,7	13,7	13,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	20,2	18,5	18,5	18,5	18,5		
Deuda financiera neta	181,8	178,3	187,1	121,9	108,6	119,9	112,4	103,5		
Pasivo circulante	31,6	28,7	31,9	27,4	30,0	31,3	34,3	36,4		
<b>Total pasivo</b>	<b>208,0</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>272,1</b>	<b>280,0</b>	<b>288,0</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>Total Ingresos</b>	<b>105,3</b>	<b>117,2</b>	<b>132,2</b>	<b>143,1</b>	<b>134,1</b>	<b>161,6</b>	<b>176,1</b>	<b>187,1</b>	<b>6,2%</b>	<b>11,7%</b>
<i>Cto. Total Ingresos</i>	-1,6%	11,4%	12,8%	8,2%	-6,3%	20,5%	9,0%	6,3%		
Coste de ventas	(18,2)	(24,3)	(34,2)	(40,2)	(42,2)	(57,7)	(62,1)	(67,3)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>87,1</b>	<b>93,0</b>	<b>98,1</b>	<b>102,9</b>	<b>91,9</b>	<b>103,9</b>	<b>114,0</b>	<b>119,9</b>	<b>1,3%</b>	<b>9,3%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	82,7%	79,3%	74,2%	71,9%	68,5%	64,3%	64,7%	64,1%		
Gastos de personal	(33,4)	(33,3)	(36,7)	(39,5)	(35,8)	(39,7)	(41,3)	(43,0)		
Otros costes de explotación	(34,5)	(35,0)	(34,4)	(29,5)	(25,2)	(27,6)	(28,9)	(30,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>19,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,5</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>12,7%</b>	<b>14,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	37,6%	29,4%	8,9%	25,7%	-9,0%	18,3%	20,0%	6,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,2%	21,1%	20,4%	23,7%	23,0%	22,6%	24,9%	25,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	(1,0)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>14,2</b>	<b>23,3</b>	<b>24,3</b>	<b>32,8</b>	<b>29,8</b>	<b>36,5</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>20,4%</b>	<b>16,2%</b>
Depreciación y provisiones	(23,2)	(23,9)	(23,2)	(21,7)	(20,6)	(20,8)	(20,4)	(20,9)		
Gastos capitalizados	7,5	6,3	7,5	7,7	6,3	6,6	6,8	6,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,9)	(8,1)	(8,0)	(8,0)	(8,0)		
<b>EBIT</b>	<b>(1,5)</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>14,3</b>	<b>22,1</b>	<b>24,9</b>	<b>62,4%</b>	<b>48,9%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	82,1%	475,1%	51,4%	25,9%	-30,8%	89,7%	54,7%	12,4%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	n.a.	4,9%	6,5%	7,6%	5,6%	8,9%	12,6%	13,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(8,3)	(12,6)	(10,2)	(13,0)	(7,0)	(6,1)	(6,2)	(5,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	0,7	0,3	0,6	0,6	0,6		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(9,8)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,8</b>	<b>8,8</b>	<b>16,6</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	56,1%	29,3%	77,1%	12,7%	161,2%	944,3%	87,7%	18,8%		
Extraordinarios	-	-	-	44,9	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(9,8)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>43,5</b>	<b>0,8</b>	<b>8,8</b>	<b>16,6</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2%</b>	<b>n.a.</b>
Impuestos	(1,3)	(0,9)	(2,4)	(3,5)	0,3	(2,2)	(4,1)	(4,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	n.a.	n.a.	8,0%	n.a.	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(11,1)</b>	<b>(7,7)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>40,0</b>	<b>1,1</b>	<b>6,6</b>	<b>12,4</b>	<b>14,8</b>	<b>20,4%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	479,5%	87,7%	18,8%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,9</b>	<b>6,6</b>	<b>12,4</b>	<b>14,8</b>	<b>24,2%</b>	<b>99,6%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	68,6%	-9,4%	117,3%	-128,6%	795,1%	256,6%	87,7%	18,8%		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>36,5</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>12,7%</b>	<b>14,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,0)	(8,0)	(8,0)		
Var. capital circulante						(3,2)	(0,7)	(1,6)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>25,3</b>	<b>35,0</b>	<b>37,2</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,2%</b>
CAPEX						(21,0)	(21,1)	(21,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,1)	(6,2)	(5,8)		
Impuestos						(2,2)	(4,1)	(4,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(4,0)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>34,8%</b>	<b>51,0%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						3,4	3,9	3,9		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(10,6)	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(11,2)</b>	<b>7,5</b>	<b>8,9</b>	<b>-3,8%</b>	<b>43,9%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>11,2</b>	<b>(7,5)</b>	<b>(8,9)</b>		

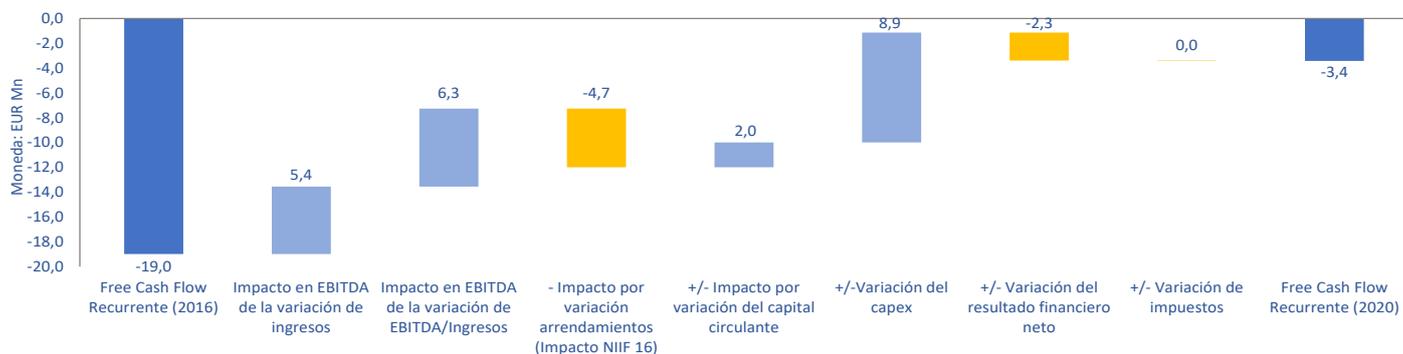
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

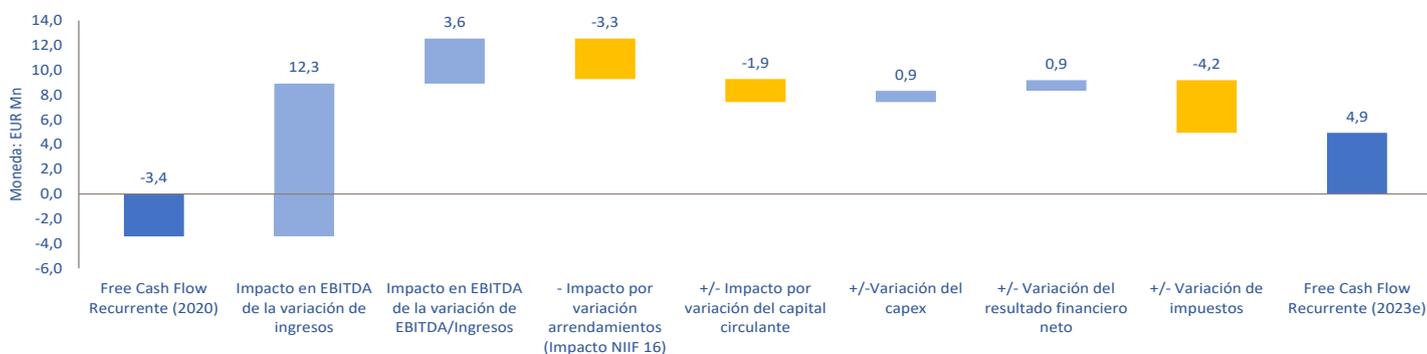
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,5</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>7,6%</b>	<b>14,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	29,4%	8,9%	25,7%	-9,0%	18,3%	20,0%	6,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	21,1%	20,4%	23,7%	23,0%	22,6%	24,9%	25,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(5,1)	(4,7)	(8,0)	(8,0)	(8,0)		
+/- Var. Capital circulante	0,9	4,6	(4,4)	0,2	(3,2)	(0,7)	(1,6)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>	<b>25,3</b>	<b>35,0</b>	<b>37,2</b>	<b>0,9%</b>	<b>12,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	48,0%	22,7%	-22,5%	7,8%	-4,0%	38,6%	6,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	21,9%	23,8%	17,1%	19,6%	15,6%	19,9%	19,9%		
- CAPEX	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(21,0)	(21,1)	(21,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(4,4)	(5,5)	(6,7)	(6,1)	(6,2)	(5,8)		
- Impuestos	(0,5)	(1,2)	(1,5)	(0,7)	(2,2)	(4,1)	(4,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>-17,2%</b>	<b>51,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	88,8%	148,1%	-519,7%	20,3%	-17,3%	189,6%	37,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	2,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,5)	(2,6)	(1,1)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,0	6,0	4,2	(5,6)	3,4	3,9	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(1,5)	52,0	-	(10,6)	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>50,8</b>	<b>(9,1)</b>	<b>(11,2)</b>	<b>7,5</b>	<b>8,9</b>	<b>-67,3%</b>	<b>43,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	143,4%	-14,2%	n.a.	-117,9%	-23,8%	166,7%	18,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	0,7%	n.a.	n.a.	n.a.	2,4%	3,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,3%	1,9%	34,0%	n.a.	n.a.	5,0%	5,9%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(19,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>3,6</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,2	3,2	2,2	(2,1)	6,3	3,3	2,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,4	(1,0)	4,7	(0,9)	(0,7)	4,0	0,3		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>6,9</b>	<b>(3,0)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>3,0</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(5,1)	0,3	(3,3)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,7	3,6	(8,9)	4,6	(3,4)	2,5	(0,9)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>	<b>(7,1)</b>	<b>1,9</b>	<b>(1,1)</b>	<b>9,8</b>	<b>2,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	8,4	(1,9)	3,1	(0,7)	1,4	(0,1)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(1,1)	(1,2)	0,6	(0,1)	0,4		
+/- Variación de impuestos	0,2	(0,8)	(0,2)	0,8	(1,5)	(1,9)	(0,8)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>16,9</b>	<b>3,1</b>	<b>(5,3)</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,6)</b>	<b>7,6</b>	<b>1,3</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>14,3</b>	<b>22,1</b>	<b>24,9</b>	<b>9,7%</b>	<b>48,9%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(3,6)	(5,5)	(6,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,5</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>7,6%</b>	<b>14,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(5,1)	(4,7)	(8,0)	(8,0)	(8,0)		
+/- Var. Capital circulante	0,9	4,6	(4,4)	0,2	(3,2)	(0,7)	(1,6)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>	<b>25,3</b>	<b>35,0</b>	<b>37,2</b>	<b>0,9%</b>	<b>12,2%</b>
- CAPEX	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(21,0)	(21,1)	(21,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(3,6)	(5,5)	(6,2)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>2,8</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,4</b>	<b>12,1%</b>	<b>34,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	119,9%	139,8%	-60,2%	47,4%	-82,2%	n.a.	12,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,4%	5,0%	1,9%	2,9%	0,4%	4,8%	5,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,0	6,0	4,2	(5,6)	3,4	3,9	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(1,5)	52,0	-	(10,6)	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>58,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(6,5)</b>	<b>12,3</b>	<b>13,4</b>	<b>-29,6%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	356,1%	14,0%	428,2%	-102,9%	-275,4%	288,2%	8,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,1%	2,6%	1,0%	1,5%	0,3%	3,3%	3,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,8%	4,3%	22,9%	n.a.	n.a.	4,8%	5,2%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

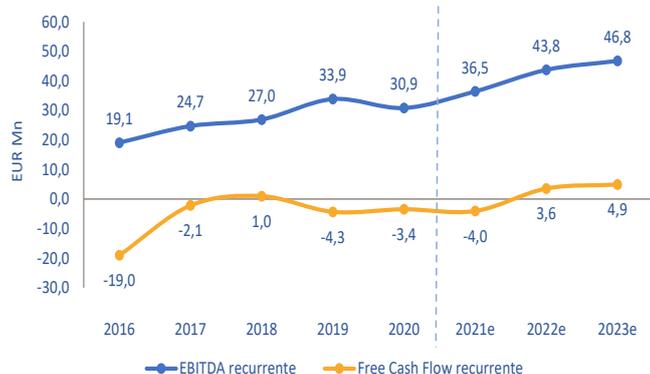
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



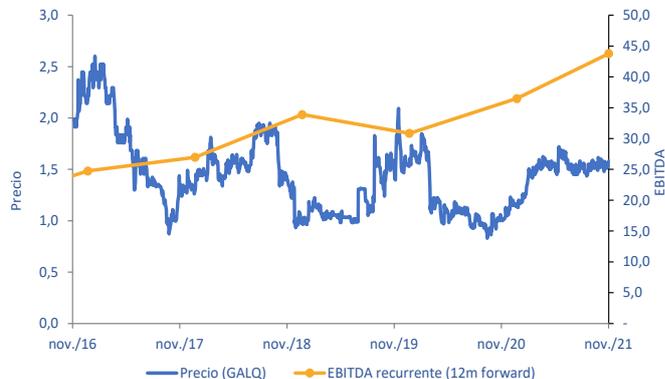
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



### 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	149,5	
+ Minoritarios	0,3	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,5	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	109,3	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	4,3	Rdos. 6m 2021
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>257,2</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	10-20	20-23e
Total Ingresos	205,3	139,6	120,8	103,9	105,1	107,0	105,3	117,2	132,2	143,1	134,1	161,6	176,1	187,1	-4,2%	11,7%
Cto. Total ingresos	-15,4%	-32,0%	-13,5%	-14,0%	1,2%	1,8%	-1,6%	11,4%	12,8%	8,2%	-6,3%	20,5%	9,0%	6,3%		
EBITDA	24,0	14,5	11,5	14,3	16,1	7,9	14,2	23,3	24,3	32,8	29,8	36,5	43,8	46,8	2,2%	16,2%
Cto. EBITDA	-60,0%	-39,6%	-20,5%	24,1%	12,8%	-50,8%	79,3%	63,6%	4,7%	34,5%	-8,9%	22,4%	20,0%	6,9%		
EBITDA/Ingresos	11,7%	10,4%	9,5%	13,8%	15,3%	7,4%	13,5%	19,8%	18,4%	22,9%	22,2%	22,6%	24,9%	25,0%		
Beneficio neto	(128,1)	(61,3)	(17,3)	(28,6)	(6,4)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	6,6	12,4	14,8	7,2%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-103,5%	52,1%	71,8%	-65,0%	77,4%	9,7%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	479,5%	87,7%	18,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,6	5,9	5,9	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-22,69	-10,45	-2,95	-4,87	-1,00	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,07	0,13	0,16	7,2%	n.a.
Cto. BPA	-41,2%	53,9%	71,8%	-65,0%	79,5%	76,1%	-7,9%	30,7%	47,9%	n.a.	-98,4%	n.a.	87,7%	18,8%		
BPA ord. (EUR)	-22,69	-10,45	-2,95	-4,82	-0,90	-0,64	-0,11	-0,12	0,02	-0,01	0,03	0,07	0,13	0,16	7,2%	77,2%
Cto. BPA ord.	-41,2%	53,9%	71,8%	-63,5%	81,3%	28,7%	82,3%	-9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87,7%	18,8%		
CAPEX	(3,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(21,0)	(21,1)	(21,5)		
CAPEX/Vtas %	1,8%	0,5%	0,2%	0,2%	22,2%	22,2%	29,7%	19,5%	18,8%	15,2%	16,7%	13,0%	12,0%	11,5%		
Free Cash Flow	33,1	42,0	38,4	16,5	(2,6)	18,4	(7,8)	3,4	2,9	50,8	(9,1)	(11,2)	7,5	8,9	-8,6%	43,9%
DN/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>	18,7x	6,8x	4,0x	18,3x	-0,3x	21,5x	12,8x	7,7x	7,7x	3,7x	3,6x	3,3x	2,6x	2,2x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66,1x	22,6x	12,0x	10,1x		
EV/Vtas (x)	2,52x	0,83x	0,54x	2,86x	0,08x	0,77x	0,91x	0,59x	1,46x	1,65x	1,69x	1,59x	1,46x	1,37x		
EV/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>	21,6x	8,0x	5,7x	20,8x	0,5x	10,3x	6,7x	3,0x	7,9x	7,2x	7,6x	7,0x	5,9x	5,5x		
Comport. Absoluto	-66,2%	-74,8%	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	38,6%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-59,1%	-71,0%	10,4%	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	22,4%				

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn 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 comparables 2021e

Dato	EUR Mn	Europa				Average	USA			Average	GALQ
		Ashtead Group	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group		United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.		
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB	HSS-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US		GALQ-ES
	País	UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	32.906,5	455,6	401,2	149,1		23.882,0	4.904,6	1.457,8		149,5
	Enterprise value (EV)	37.606,0	658,5	513,6	325,8		33.082,8	6.865,2	2.482,1		257,2
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	6.784,6	413,1	440,5	341,3		8.394,4	1.797,8	992,4		161,6
	Cto.Total Ingresos	15,3%	14,7%	13,3%	8,1%	12,8%	13,4%	16,3%	-2,2%	9,1%	20,5%
	2y TACC (2021e - 2023e)	9,8%	4,6%	4,0%	3,4%	5,5%	7,4%	15,4%	3,3%	8,7%	7,6%
	EBITDA	3.141,9	117,3	115,3	83,0		3.776,5	763,6	348,0		36,5
	Cto. EBITDA	16,7%	8,5%	12,2%	0,2%	9,4%	14,3%	30,7%	1,9%	15,6%	22,4%
	2y TACC (2021e - 2023e)	11,4%	3,5%	5,3%	4,7%	6,2%	9,2%	21,0%	9,6%	13,3%	13,3%
	EBITDA/Ingresos	46,3%	28,4%	26,2%	24,3%	31,3%	45,0%	42,5%	35,1%	40,8%	22,6%
	EBIT	1.743,1	50,9	49,4	32,2		1.957,9	330,8	122,9		14,3
	Cto. EBIT	30,2%	86,2%	79,6%	32,1%	57,0%	21,7%	84,4%	24,9%	43,6%	89,7%
	2y TACC (2021e - 2023e)	14,2%	8,9%	10,3%	8,7%	10,5%	14,9%	34,6%	23,8%	24,4%	31,9%
	EBIT/Ingresos	25,7%	12,3%	11,2%	9,4%	14,7%	23,3%	18,4%	12,4%	18,0%	8,9%
	Beneficio Neto	1.202,8	34,6	25,9	5,5		1.190,1	193,8	58,8		6,6
	Cto. Beneficio Neto	47,4%	742,7%	262,3%	119,9%	293,1%	54,0%	202,8%	307,4%	188,1%	479,5%
2y TACC (2021e - 2023e)	14,6%	8,9%	11,4%	84,5%	29,9%	17,9%	43,0%	32,2%	31,0%	49,3%	
CAPEX/Ventas	24,2%	16,4%	13,0%	9,9%	15,9%	24,9%	31,8%	35,9%	30,8%	13,0%	
Free Cash Flow	879,6	11,7	18,9	(11,0)		1.316,6	58,0	n.a.		(11,2)	
Deuda financiera Neta	4.749,7	165,9	77,7	154,0		8.389,2	1.584,1	1.213,3		119,9	
DN/EBITDA (x)	1,5	1,4	0,7	1,9	1,4	2,2	2,1	3,5	2,6	3,3	
Pay-out	22,3%	42,6%	45,4%	0,0%	27,6%	0,0%	2,2%	59,9%	20,7%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	29,1	13,4	14,7	28,9	21,5	17,9	25,7	25,0	22,8	22,6
	P/BV (x)	8,8	2,5	1,5	n.a.	4,3	4,7	n.a.	6,4	5,6	1,7
	EV/Ingresos (x)	5,5	1,6	1,2	1,0	2,3	3,9	3,8	2,5	3,4	1,6
	EV/EBITDA (x)	12,0	5,6	4,5	3,9	6,5	8,8	9,0	7,1	8,3	7,0
	EV/EBIT (x)	21,6	12,9	10,4	10,1	13,8	16,9	20,8	20,2	19,3	18,0
	ROE	30,1	18,8	10,3	n.a.	19,7	26,5	n.a.	25,7	26,1	7,8
	FCF Yield (%)	2,7	2,6	4,7	n.a.	3,3	5,5	1,2	n.a.	3,3	n.a.
	DPA	0,60	0,37	0,02	0,00	0,25	0,00	0,14	0,98	0,37	0,00
Dvd Yield	0,8%	3,3%	3,0%	0,0%	1,8%	0,0%	0,1%	2,4%	0,8%	0,0%	

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

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

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (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 alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IEF 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, IEF 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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
11-Nov-2021	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
02-Ago-2021	n.a.	1,48	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
31-May-2021	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
25-Feb-2021	n.a.	1,46	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
23-Dic-2020	n.a.	1,16	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
10-Nov-2020	n.a.	1,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
21-Oct-2020	n.a.	0,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
13-May-2020	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
08-Abr-2020	n.a.	1,21	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

