

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Comercio y Distribución

Fecha del informe: 23 dic 2020

Hora distribución: 12:20

Revisión de estimaciones: al alza

Precio de Cierre: EUR 1,16 (22 dic 2020)

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%).

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

+34 915 904 226

## La "resiliencia" de GALQ queda patente. Subimos (mucho) estimaciones (EV/EBITDA 2022e 5,2x)

## Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	109,7	133,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	232,2	282,5
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,85 / 1,18 / 0,83	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,08	
Rotación <sup>(2)</sup>	18,5	
Thomson Reuters / Bloomberg	GALQ.MC / GALQ.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

## Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas	59,3
Pedro Luis Fernández	5,8
Indumenta Pueri	5,3
Banco Santander	4,5
Free Float	25,1

## Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	36,0	66,2	94,6	94,6
Total Ingresos	143,1	132,2	156,0	169,6
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	33,9	31,1	38,1	44,4
% Var.	25,7	-8,2	22,5	16,6
% EBITDA Rec./Ing.	23,7	23,5	24,4	26,2
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	16,7	-13,0	20,7	14,8
Beneficio neto	40,0	1,7	9,1	13,9
BPA (EUR)	1,11	0,03	0,10	0,15
% Var.	n.a.	-97,7	282,0	52,5
BPA ord. (EUR)	-0,01	0,04	0,10	0,15
% Var.	-134,7	592,6	163,7	52,5
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-4,3	-8,2	-1,6	5,5
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	109,8	108,0	98,6
DN / EBITDA Rec.(x)	3,6	3,5	2,8	2,2
ROE (%)	238,9	2,5	10,3	13,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	6,2	3,2	6,3	8,3

Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>

PER	n.a.	46,0	12,0	7,9
PER Ordinario	n.a.	31,7	12,0	7,9
P/BV	2,1	1,3	1,2	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,62	1,76	1,49	1,37
EV/EBITDA Rec.	6,9	7,5	6,1	5,2
EV/EBIT	21,3	28,2	13,4	9,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	5,0

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es 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 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 600 Industrial Goods &amp; 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.

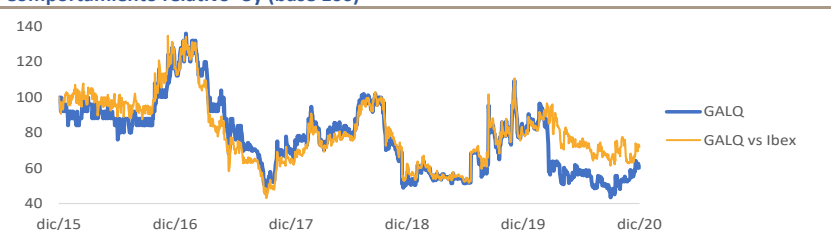
**EN ABRIL YA SE PODÍA INTUIR QUE GALQ PRESENTABA ARGUMENTOS CRÉIBLES DE RESILIENCIA.** Por varias razones: (i) el reposicionamiento estratégico de su negocio, con la entrada en el alquiler a L/P (que resta ciclicidad a la compañía), y en el negocio sin CAPEX, (ii) su diversificación sectorial (habiendo escapado de la especialización en construcción de etapas anteriores), y geográfica (Latam c. 16% s/mix de ingresos en 2019) y (iii) su estabilidad accionarial, vinculada desde 2019 a un accionista de "corte" industrial, con capacidad de aportar al negocio y ayudar en su financiación.

**PERO HOY, LA DIFERENCIA ES QUE LA RECUPERACIÓN SE ESTÁ PRODUCIENDO ANTES DE LO ESTIMADO...** Los resultados 9m20 mostraron signos de una reactivación del negocio hasta niveles previos al Covid-19 (Ingresos 3T20: +0,5% vs 3T19); una "sorpresa" que, en este contexto, fortalece los argumentos de auténtica "resiliencia". Hoy, la idea básica es la de un modelo de negocio que no sólo podría comportarse bien (en el futuro), sino que "ya" lo está haciendo.

**...LO QUE NOS LLEVA A UNA REVISIÓN AL ALZA DE NUESTROS NÚMEROS 2020e-2022e.** La continuidad de los niveles de actividad vistos a finales de octubre debiera permitir a GALQ generar unos ingresos 2020e de EUR 132Mn (-7,6% vs 2019) y EBITDA Rec. de EUR 31Mn (+38% vs estimación previa); una revisión esencialmente explicada por el elevado apalancamiento operativo del negocio). Y justificaría una recuperación de los niveles de crecimiento de doble dígito vistos durante el período 2017-2019 (Ingresos 2020e-2022e: +13,2%); lo que podría implicar un "salto" del EBITDA Rec. 2022e hasta EUR 44,4Mn (EV/EBITDA 2022e 5,2x vs c. 6x del sector).

**EN DEFINITIVA, EN UN CONTEXTO MUY DURO, GALQ SE HA COMPORTADO MUCHO MEJOR DE LO ESPERADO.** El impacto del Covid-19 puede considerarse como una prueba de fuego para validar la reestructuración operativa y financiera de los últimos años. Y, a nuestro juicio, los fundamentales se han probado sólidos (EBITDA Rec. 2020e: -8,6% vs 2019). Además, GALQ completó una ampliación de capital en noviembre (EUR 31,5Mn) y reestructuró el vencimiento de su deuda hasta 2025. Lo que deja a la compañía en posición óptima para aprovechar el incremento del alquiler de maquinaria (que el impacto del Covid-19 podría acelerar).

## Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	13,7	39,9	-25,6	-24,2	-14,3	-39,3
vs Ibex 35	14,4	17,2	-9,3	-8,8	10,0	-28,0
vs Ibex Small Cap Index	7,4	15,4	-37,3	-34,2	-28,2	-65,6
vs Eurostoxx 50	12,8	26,6	-19,7	-18,8	-12,9	-44,2
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	11,7	22,1	-28,3	-27,5	-29,8	-62,7

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

## Revisión de estimaciones: al alza

### La reactivación del negocio (más rápida de lo esperado), lleva a mejores números (EBITDA Rec. 2020-2022e: +19,5% TACC)

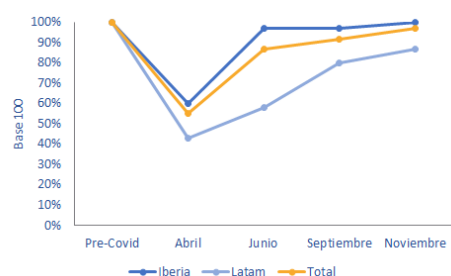
**Gráfico 1. Evolución de ingresos trimestral (2018-2020e)**



GALQ sorprendió en sus resultados 9m20 (publicados el 5 de noviembre) con una reactivación de su actividad más rápida de lo esperado; que pese a la “lógica” caída de sus principales magnitudes en términos acumulados (Ingresos y EBITDA 9m20 vs 9m19: -11,9% y -16,5%, respectivamente), mostró (en términos “estancos”) signos de recuperación hasta niveles previos al Covid-19: Ingresos 3T20: +0,5% vs 3T19 (Gráfico 1).

A nuestro juicio, el 3T20 marca un claro punto de inflexión (a mejor) para GALQ. Lo que nos permite revisar nuestras estimaciones 2020e y siguientes al alza. En concreto, nuestra opinión para los próximos años puede desdoblarse: por un lado, lo esperable para 2020e (un año casi “hecho” y completamente marcado por el efecto Covid-19). Y, por otro lado, el comportamiento que podemos esperar en el medio plazo (2021e y siguientes), en un contexto teórico de recuperación macro que debiera permitir a la compañía recuperar la senda de crecimiento.

**Gráfico 2. Evolución de la actividad durante 2020e (Pre-Covid = Base 100)**



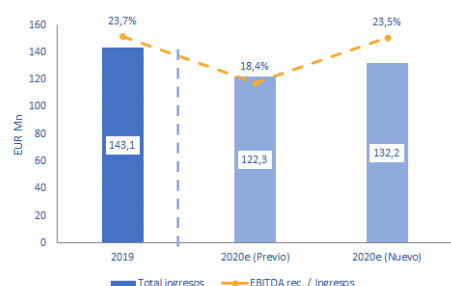
### 2020e: un año distorsionado por el Covid-19 (EBITDA Rec. -8,2% vs 2019). Pero mucho mejor de lo esperado (EBITDA +38% vs estimación previa)

Pese al fortísimo impacto del Covid-19 sobre el 2T20 (Ingresos: -35%; c. -55% en abril), la recuperación del negocio vista en el 3T20 permite situar la actividad de la compañía cerca de los niveles previos al inicio de la pandemia (Gráfico 2). Lo que en nuestro modelo se traduce en:

- **Se reduce la caída de ingresos (EUR 132,2Mn; -7,6% vs 2019)**, gracias a la recuperación en el 3T20 de niveles de actividad similares a los vistos -1y (Ingresos 3T20: EUR 35Mn; +0,5% vs 3T19). La continuidad de los niveles vistos a finales de octubre (c. 97% vs niveles pre-Covid) durante el 4T debiera permitir a GALQ generar unos ingresos 2020e de EUR 132,2Mn (-7,6% vs 2019; vs -14,5% previo).

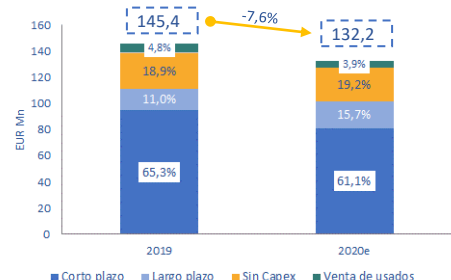
Nota: Latam representó c. 15% de los ingresos totales de GALQ en 2019.

**Gráfico 3. Impacto de la revisión en ingresos y Mg. EBITDA (2020e)**



- **Lo que debiera permitir generar niveles de EBITDA Rec. > EUR 30Mn (-8,2% vs 2019).** En este contexto, la “sorpresa” en ingresos resulta de gran relevancia. El apalancamiento operativo de la compañía permite justificar una revisión al alza muy significativa en términos de EBITDA (+38% vs nuestra estimación de abril) que estimamos en EUR 31Mn (Mg. EBITDA en línea con el visto en 2019; Gráfico 3).

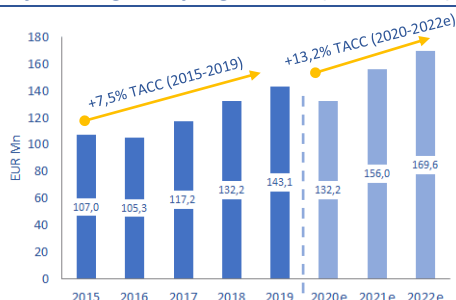
**Gráfico 4. Mix de ingresos (2019 vs 2020e)**



- **Y recuperar niveles de Beneficio Neto positivo.** Tras más de una década de pérdidas en BN ordinario, consecuencia de unos gastos financieros sobredimensionados para el EBIT de la compañía, la reestructuración de la deuda durante 2019 y 2020 debería permitir una reducción significativa del gasto financiero (c. 50% vs 2019) que, junto a los puntos anteriores, debiera empujar el BN ordinario a niveles de c. EUR 2Mn (vs breakeven en 2019).

- **Manteniendo una deuda controlada en niveles de EUR 110Mn (DN/EBITDA 2020e c. 3,5x).** En dic. 2020 GALQ anuncia la refinanciación del préstamo bancario que mantenía por c. EUR 75Mn, retrasando su vencimiento hasta 2025 (vs 2021 anterior). Además, en noviembre completa la ampliación de capital por EUR 31,5Mn, lo que refuerza su posición financiera para aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento (tanto orgánico como M&A; las adquisiciones de Clem y Galman son un ejemplo).

**Gráfico 5. Ingresos y Mg. EBITDA (2019-2022e)**



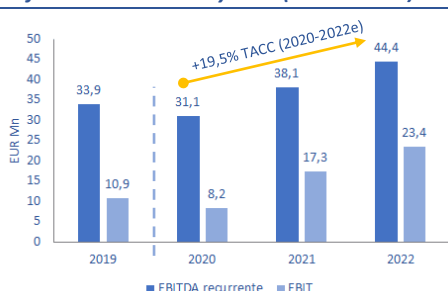
**¿Y en 2021e y 2022e? GALQ presenta razones objetivas para recuperar la senda de crecimiento -5y. Y superar “ya” en 2021e los niveles de 2019**

La recuperación de la actividad de GALQ durante el 3T20 hasta niveles previos a la pandemia permite mirar a 2021e y 2022e con cierto optimismo. Y nos lleva a considerar que, de mantenerse el ritmo de recuperación visto hasta el 3T20, una superación de niveles de 2019 en 2021e es posible. Destacamos:

- **Ingresos 2022e: EUR 169,6Mn (+13,2% TACC 2020e-2022e)...** GALQ presenta razones objetivas para recuperar la senda de crecimiento vista -3y (interrumpida en 2020e por la pandemia; Gráfico 5), por lo que el escenario que planteamos debería permitirle alcanzar unos ingresos de c. EUR 170Mn en 2022e (13,2% TACC 2020-2022e).

Por líneas de actividad, consideramos que el crecimiento de ingresos estará liderado por el negocio de largo plazo (+27% TACC 2020e-2022e) y “sin CAPEX” (+12,5% TACC 2020e-2022e) como resultado de la estrategia de GALQ de integrar sus servicios de alquiler en el modelo productivo de sus clientes, facilitando la externalización de sus procesos “non-core”; actividad que presumiblemente podría verse acelerada tras el entorno provocado por el Covid-19, en el que las compañías reducirán (en lo posible) sus inversiones en maquinaria nueva, sustituyéndola por maquinaria de alquiler.

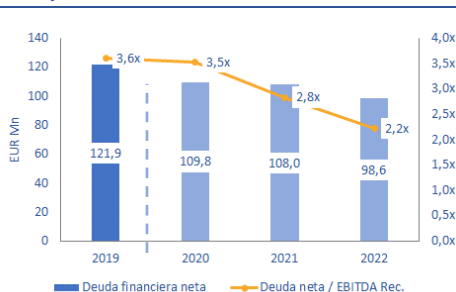
**Gráfico 6. EBITDA Rec. y EBIT (2019-2022e)**



- **... que empujaran los márgenes de la compañía a niveles más cercanos a los del sector (Mg. EBITDA Rec. 2022e 26,2%).** La estructura de costes de GALQ, que partirá en 2020e con un base de costes fijos elevada, debiera permitir aprovechar importantes economías de escala durante los próximos años, apalancando el “rebote” de ingresos sobre la estructura de costes actual. En este contexto, la revisión de ingresos hasta c. EUR 170Mn en 2022e (+13,2% TACC 2020-2022e) permitirá alcanzar niveles de EBITDA de EUR 44,4Mn en 2022e (Mg. EBITDA Rec. 2022e c. 26%).

- **Lo que debiera permitir generar un Free Cash Flow de EUR 9,4Mn en 2022e (FCF yield 8,5%).** Con el objetivo de mantener un parque de maquinaria óptimo, estimamos niveles de Capex/Vtas del 12,5% (impacto de c. EUR 21Mn en 2022e), que, junto a un impacto reducido por working capital (EUR 2,7Mn), NIIF 16 (EUR 5,5Mn) y gasto financiero (EUR 4,9Mn), implicará una generación de Free Cash Flow, incluyendo c. EUR 4Mn por la venta de maquinaria usada, de EUR 9,4Mn (FCF yield 8,6%; para más detalle ver anexo 2).

**Gráfico 7. Deuda Neta y DN/EBITDA (2019-2022e)**



- **Todo ello soportado por unos niveles de endeudamiento asumibles por el negocio.** Con una DN/EBITDA 2020e de c. 3,5x, estimamos que la capacidad de generación de caja de la compañía (esencialmente en 2022e) debiera permitir situar la ratio DN/EBITDA 2022e < 2,5x (vs media de sus comparables Loxam y Kiloutou de c. 4,5x).

Lo que resulta especialmente interesante en un contexto como el actual, ya que no sólo debiera permitir soportar una recuperación más lenta de la estimada, sino que permitirá aprovechar oportunidades de crecimiento no orgánico (con una estructura de balance reforzada tras la ampliación de capital completada en noviembre y el anuncio de la refinanciación del vencimiento de la deuda hasta 2025).

**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	132,2	8,1%	156,0	15,5%	169,6	19,0%
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	31,1	38,1%	38,1	53,8%	44,4	35,6%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	-8,2%	25 p.p.	22,5%	12 p.p.	16,6%	-16 p.p.
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	23,5%	5 p.p.	24,4%	6 p.p.	26,2%	3 p.p.
<b>EBIT</b>	8,2	n.a.	17,3	23,2%	23,4	67,1%
<b>Beneficio Neto</b>	1,7	133,8%	9,1	n.a.	13,9	59,3%
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	-8,2	n.a.	-1,6	-210,3%	5,5	37,1%
<b>DN / EBITDA</b>	3,5 x	-1,7 x	2,8 x	-0,1 x	2,2 x	-0,8 x

### En definitiva: todo lo que podría salir bien, ha salido incluso mejor. Cotizando a 5,2x EV/EBITDA 2022e

La crisis del Covid-19 puede considerarse como una prueba de fuego para validar el trabajo realizado por GALQ durante los últimos años. Y, en nuestra opinión, los fundamentales se han probado muy sólidos: GALQ puede considerarse como una historia de reestructuración financiera y de negocio “completada”.

En este nuevo punto de partida (diciembre 2020), la hipótesis más sensata es la de recuperar la senda de crecimiento vista -3y (Ingresos: +10,5% TACC 2017-2019), hasta alcanzar niveles de facturación de c. EUR 170Mn en 2022e (+13,2% TACC 2020-2022e) y EBITDA 2022e de c. EUR 45Mn). Todo ello soportado por un nivel de endeudamiento controlado (DN/EBITDA 2020e 3,5x que debiera reducirse a 2,2x en 2022e). Y unos argumentos que justifican que, tras la reestructuración, GALQ tiene poco (o nada) que ver con la que padeció la crisis de 2008; ¿Cuáles son los argumentos?

- **El cambio de modelo.** Centrado ahora en los procesos de externalización de actividades “non-core” de sus clientes a largo plazo. Una nueva actividad (c. 15,7% s/ingresos 2020e) 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 de etapas anteriores. 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 y Portugal vs Latam (16% sobre el mix de ingresos 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. Aunque se trata de un driver más a medio y largo plazo, España y Latam estarían todavía c. 20p.p por detrás en el porcentaje de alquiler (vs compra de equipos nuevos). El contexto provocado por el Covid-19 debiera ser en sí mismo un acelerador de esa convergencia.
- **Estabilidad accionarial.** 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. El apoyo a la ampliación de capital completada en noviembre de 2020 es un ejemplo.
- **Posición objetivamente favorable para aprovechar oportunidades de crecimiento no orgánico.** Con una estructura de balance reforzada tras la ampliación de capital de EUR 31,5Mn (completada en noviembre 2020e) y la refinanciación del vencimiento de su deuda hasta 2025.

Todos los puntos anteriores son estratégicos y explican por qué GALQ estaría en condiciones de superar niveles de actividad “pre-crisis” en 2021e. Lo que a precios de hoy implicaría EV/EBITDA 2021e de c. 6,1x. Si ponemos el foco en 2022e, donde nuestras estimaciones contemplan un cto. de ingresos de c. 9% (en línea con los obtenidos por GALQ durante el período 2017-2019), los ratios son aún más atractivos: EV/EBITDA 2022e de 5,2x y FCF 2022e yield, que a diferencia del FCF Rec. incluye la venta de maquinaria usada, del 8,5% (ver anexo 2).

En definitiva, GALQ presenta un modelo de negocio que no sólo puede comportarse bien, sino que “ya” se está comportando bien (Rdos. 3T20). Lo que explica que la transformación del negocio sea, en sí mismo, su equity story. Si el cambio de modelo no se hubiera producido, la opinión “hoy” (en este contexto) sería necesariamente otra.

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

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	150,0	151,6	153,5		
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	0,9	0,9	0,9		
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	54,9	65,2	70,5		
<b>Total activo</b>	<b>208,7</b>	<b>208,0</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>247,9</b>	<b>259,8</b>	<b>266,9</b>		
Patrimonio neto	1,7	(8,7)	(10,5)	(17,6)	51,1	84,3	93,4	107,3		
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	20,2	20,2	20,2		
Deuda financiera neta	170,7	181,8	178,3	187,1	121,9	109,8	108,0	98,6		
Pasivo circulante	33,1	31,6	28,7	31,9	27,4	25,3	29,8	32,4		
<b>Total pasivo</b>	<b>208,7</b>	<b>208,0</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>247,9</b>	<b>259,8</b>	<b>266,9</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
<b>Total Ingresos</b>	<b>107,0</b>	<b>105,3</b>	<b>117,2</b>	<b>132,2</b>	<b>143,1</b>	<b>132,2</b>	<b>156,0</b>	<b>169,6</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,8%</b>
<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>-7,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>8,7%</i>		
Coste de ventas	(18,5)	(18,2)	(24,3)	(34,2)	(40,2)	(36,7)	(45,5)	(49,8)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>88,6</b>	<b>87,1</b>	<b>93,0</b>	<b>98,1</b>	<b>102,9</b>	<b>95,5</b>	<b>110,5</b>	<b>119,7</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,2%</b>
<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>72,2%</i>	<i>70,8%</i>	<i>70,6%</i>		
Gastos de personal	(33,3)	(33,4)	(33,3)	(36,7)	(39,5)	(36,2)	(42,0)	(43,5)		
Otros costes de explotación	(41,4)	(34,5)	(35,0)	(34,4)	(29,5)	(28,1)	(30,4)	(31,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>13,9</b>	<b>19,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>31,1</b>	<b>38,1</b>	<b>44,4</b>	<b>25,0%</b>	<b>9,4%</b>
<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>-8,2%</i>	<i>22,5%</i>	<i>16,6%</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>23,5%</i>	<i>24,4%</i>	<i>26,2%</i>		
GASTOS DE REESTRUCTURACIÓN Y OTROS NO REC.	(6,0)	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	(1,0)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>7,9</b>	<b>14,2</b>	<b>23,3</b>	<b>24,3</b>	<b>32,8</b>	<b>30,1</b>	<b>38,1</b>	<b>44,4</b>	<b>42,6%</b>	<b>10,7%</b>
Depreciación y provisiones	(24,6)	(23,2)	(23,9)	(23,2)	(21,7)	(22,4)	(22,9)	(23,2)		
Gastos capitalizados	8,2	7,5	6,3	7,5	7,7	6,0	7,6	7,7		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(7,9)	(5,5)	(5,5)	(5,5)		
<b>EBIT</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>17,3</b>	<b>23,4</b>	<b>34,6%</b>	<b>29,0%</b>
<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>-24,3%</i>	<i>109,4%</i>	<i>35,6%</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>6,2%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(13,8)	(8,3)	(12,6)	(10,2)	(13,0)	(6,0)	(5,1)	(4,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	0,7	0,0	0,0	0,0		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(22,3)</b>	<b>(9,8)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>2,2</b>	<b>12,2</b>	<b>18,6</b>	<b>50,1%</b>	<b>n.a.</b>
<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>261,3%</i>	<i>446,2%</i>	<i>52,5%</i>		
Extraordinarios	18,0	-	-	-	44,9	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(9,8)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>43,5</b>	<b>2,2</b>	<b>12,2</b>	<b>18,6</b>	<b>86,9%</b>	<b>-24,7%</b>
Impuestos	(2,2)	(1,3)	(0,9)	(2,4)	(3,5)	(0,6)	(3,0)	(4,6)		
<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>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	0,6	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(11,1)</b>	<b>(7,7)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>40,0</b>	<b>1,7</b>	<b>9,1</b>	<b>13,9</b>	<b>72,6%</b>	<b>-29,7%</b>
<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>-95,8%</i>	<i>446,2%</i>	<i>52,5%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(15,7)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,4</b>	<b>9,1</b>	<b>13,9</b>	<b>63,9%</b>	<b>n.a.</b>
<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>276,9%</i>	<i>52,5%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>31,1</b>	<b>38,1</b>	<b>44,4</b>	<b>25,0%</b>	<b>9,4%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(5,5)	(5,5)	(5,5)		
Var. capital circulante						(9,5)	(5,7)	(2,7)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>16,1</b>	<b>26,9</b>	<b>36,2</b>	<b>3,3%</b>	<b>14,0%</b>
CAPEX						(17,7)	(20,3)	(21,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,0)	(5,1)	(4,9)		
Impuestos						(0,6)	(3,0)	(4,6)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(8,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>5,5</b>	<b>16,7%</b>	<b>48,6%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(10,2)	3,3	3,9		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(19,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>9,4</b>	<b>28,9%</b>	<b>-43,1%</b>
Ampliaciones de capital						31,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(12,1)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(9,4)</b>		

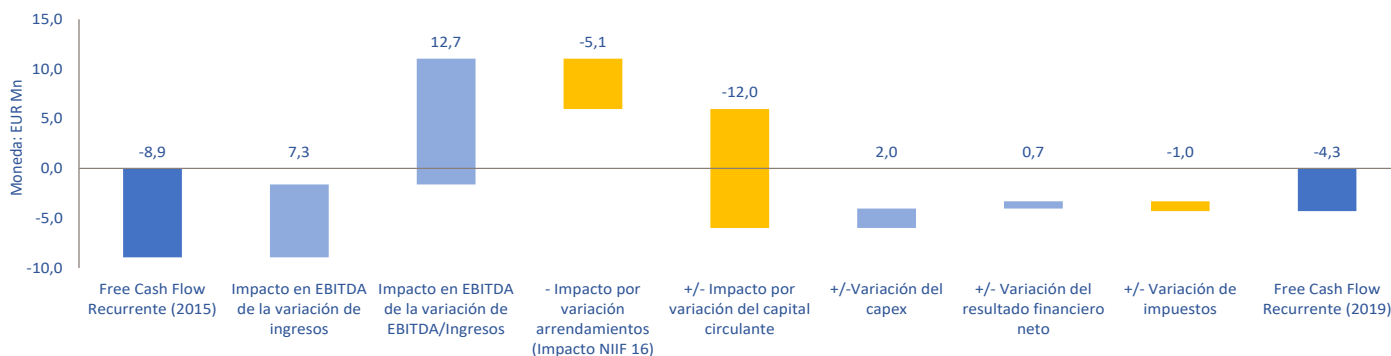
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

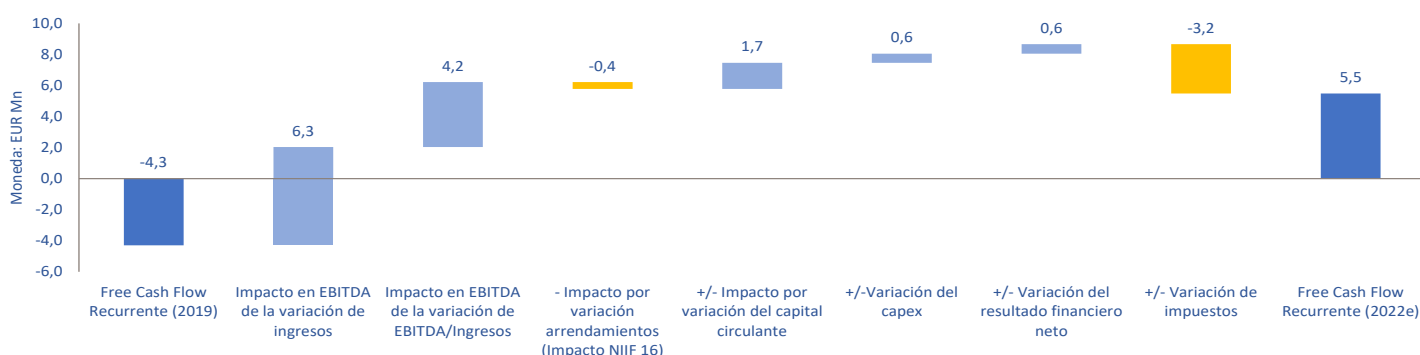
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>19,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>31,1</b>	<b>38,1</b>	<b>44,4</b>	<b>21,0%</b>	<b>9,4%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	37,6%	29,4%	8,9%	25,7%	-8,2%	22,5%	16,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,2%	21,1%	20,4%	23,7%	23,5%	24,4%	26,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(5,5)	(5,5)	(5,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,9	4,6	(4,4)	(9,5)	(5,7)	(2,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>16,1</b>	<b>26,9</b>	<b>36,2</b>	<b>12,1%</b>	<b>14,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-19,2%	48,0%	22,7%	-22,5%	-34,3%	67,4%	34,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,5%	21,9%	23,8%	17,1%	12,1%	17,2%	21,3%		
- CAPEX	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(17,7)	(20,3)	(21,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(4,4)	(4,4)	(5,5)	(6,0)	(5,1)	(4,9)		
- Impuestos	(0,6)	(0,5)	(1,2)	(1,5)	(0,6)	(3,0)	(4,6)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(19,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>5,5</b>	<b>39,1%</b>	<b>48,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-112,5%	88,8%	148,1%	-519,7%	-91,9%	81,1%	453,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	3,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	16,1	7,0	6,0	4,2	(10,2)	3,3	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,5)	52,0	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(7,8)</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>50,8</b>	<b>(19,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>9,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>-43,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-142,4%	143,4%	-14,2%	n.a.	-138,2%	109,2%	425,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	0,9%	n.a.	n.a.	n.a.	5,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	3,1%	2,6%	46,3%	n.a.	1,6%	8,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(19,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(1,6)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	2,2	3,2	2,2	(2,6)	5,6	3,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	5,5	3,4	(1,0)	4,7	(0,2)	1,4	3,0		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>6,9</b>	<b>(2,8)</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(0,4)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(9,3)	2,7	3,6	(8,9)	(5,2)	3,8	3,0		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(4,1)</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>	<b>(7,1)</b>	<b>(8,4)</b>	<b>10,8</b>	<b>9,3</b>		
+/- Variación del CAPEX	(7,6)	8,4	(1,9)	3,1	4,1	(2,6)	(0,9)		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,8	(0,0)	0,0	(1,1)	(0,6)	0,9	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,2	(0,8)	(0,2)	0,9	(2,5)	(1,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(10,1)</b>	<b>16,9</b>	<b>3,1</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(19,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>5,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(1,5)</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>17,3</b>	<b>23,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>29,0%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(2,1)	(4,3)	(5,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>19,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>31,1</b>	<b>38,1</b>	<b>44,4</b>	<b>21,0%</b>	<b>9,4%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(5,1)	(5,5)	(5,5)	(5,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,9	4,6	(4,4)	(9,5)	(5,7)	(2,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>16,1</b>	<b>26,9</b>	<b>36,2</b>	<b>12,1%</b>	<b>14,0%</b>
- CAPEX	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(17,7)	(20,3)	(21,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(2,1)	(4,3)	(5,9)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(14,0)</b>	<b>2,8</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>(3,7)</b>	<b>2,3</b>	<b>9,1</b>	<b>29,9%</b>	<b>51,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-519,2%	119,9%	139,8%	-60,2%	-240,1%	161,5%	300,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	2,4%	5,0%	1,9%	n.a.	1,5%	5,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	16,1	7,0	6,0	4,2	(10,2)	3,3	3,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,5)	52,0	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>2,1</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>58,9</b>	<b>(13,9)</b>	<b>5,6</b>	<b>13,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>-39,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-93,1%	356,1%	14,0%	428,2%	-123,6%	140,5%	131,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	1,2%	2,9%	1,1%	n.a.	1,0%	3,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	0,9%	4,2%	4,8%	25,4%	n.a.	2,4%	5,6%		

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.

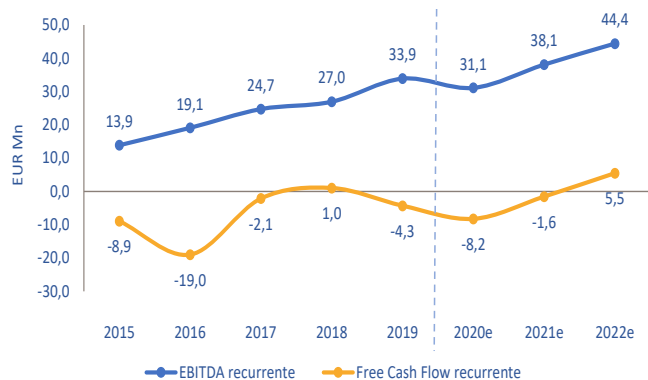
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



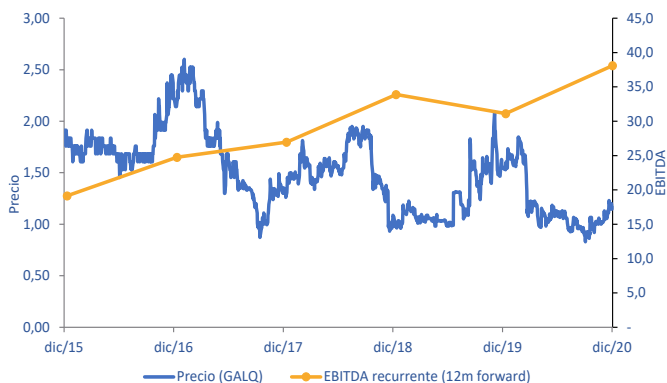
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### 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	109,7	
+ Minoritarios	0,3	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	14,8	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta	109,8	Lighthouse
- Inmovilizado financiero	2,4	Rdos. 6m 2020
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>232,2</b>	

## 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	132,2	156,0	169,6	-6,6%	5,8%
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%	-7,6%	18,0%	8,7%		
EBITDA	77,0	60,0	24,0	14,5	11,5	14,3	7,9	14,2	23,3	24,3	32,8	30,1	38,1	44,4	-8,2%	10,7%
Cto. EBITDA	-47,5%	-22,1%	-60,0%	-39,6%	-20,5%	24,1%	-44,5%	79,3%	63,6%	4,7%	34,5%	-8,1%	26,5%	16,6%		
EBITDA/Ingresos	27,2%	24,7%	11,7%	10,4%	9,5%	13,8%	7,4%	13,5%	19,8%	18,4%	22,9%	22,8%	24,4%	26,2%		
Beneficio neto	(8,9)	(62,9)	(128,1)	(61,3)	(17,3)	(28,6)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,7	9,1	13,9	20,5%	-29,7%
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.	-95,8%	446,2%	52,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	3,9	5,6	5,9	5,9	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-2,28	-11,15	-21,82	-10,45	-2,95	-4,42	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,03	0,10	0,15	9,5%	-49,1%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-95,8%	52,1%	71,8%	-49,8%	94,6%	-7,9%	30,7%	47,9%	n.a.	-97,7%	n.a.	52,5%		
BPA ord. (EUR)	-2,28	-11,15	-21,82	-10,45	-2,95	-4,38	-0,64	-0,11	-0,12	0,02	-0,01	0,04	0,10	0,15	43,6%	n.a.
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-95,8%	52,1%	71,8%	-48,4%	85,3%	82,3%	-9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52,5%		
CAPEX	(10,0)	(5,0)	(3,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(17,7)	(20,3)	(21,2)		
CAPEX/Vtas %	3,5%	2,1%	1,8%	0,5%	0,2%	0,2%	22,2%	29,7%	19,5%	18,8%	15,2%	13,4%	13,0%	12,5%		
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	(19,4)	1,8	9,4	-3,8%	-43,1%
DN/EBITDA (x) (2)	7,1x	8,3x	18,7x	6,8x	4,0x	18,3x	21,5x	12,8x	7,7x	7,7x	3,7x	3,6x	2,8x	2,2x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,0x	12,0x	7,9x		
EV/Vtas (x)	2,43x	2,32x	2,27x	0,83x	0,66x	2,67x	2,34x	2,61x	1,99x	1,74x	1,53x	1,76x	1,49x	1,37x		
EV/EBITDA (x) (2)	9,0x	9,4x	19,4x	8,0x	7,0x	19,4x	31,6x	19,3x	10,0x	9,4x	6,7x	7,7x	6,1x	5,2x		
Comport. Absoluto	-10,9%	-66,2%	-74,8%	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-24,2%				
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%	-8,8%				

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 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 competidores 2020e

		Europa					USA				
EUR Mn		Ashtead Group	Aggreko	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group	Average	United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.	GALQ
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	AHT.L	AGGK.L	VP.L	SDY.L	HSS.L		URI	HRI	HEES.O	GALQ.MC
	País	UK	UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA	Spain
	Market cap	17.140,8	1.726,8	333,4	396,7	79,0		13.488,3	1.537,1	878,0	109,7
	Enterprise value (EV)	22.173,1	2.254,1	531,0	530,6	327,9		21.610,2	3.010,5	1.661,2	232,2
Información financiera básica	Total Ingresos	5.260,8	1.502,4	331,4	389,4	368,4		6.920,7	1.441,0	939,8	132,2
	Cto.Total Ingresos	-5,2%	-15,2%	-16,9%	-12,9%	2,2%	-9,6%	-10,0%	-12,3%	-15,2%	-7,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	6,4%	4,8%	9,1%	9,5%	-2,2%	5,5%	2,3%	4,1%	3,1%	13,2%
	EBITDA	2.382,8	463,4	84,0	97,3	66,4		3.200,7	555,3	320,4	30,1
	Cto. EBITDA	-16,8%	-23,9%	-37,4%	-13,3%	-16,0%	-21,5%	-7,2%	-5,9%	-16,2%	-8,1%
	2y TACC (2020e - 2022e)	8,2%	7,8%	13,0%	12,2%	6,7%	9,6%	1,7%	5,3%	1,8%	21,4%
	EBITDA/Ingresos	45,3%	30,8%	25,3%	25,0%	18,0%	28,9%	46,2%	38,5%	34,1%	22,8%
	EBIT	1.034,6	135,9	27,3	21,8	18,0		1.852,1	196,4	120,7	8,2
	Cto. EBIT	-28,8%	-41,2%	-26,2%	-30,9%	-38,1%	-33,0%	-14,1%	-20,7%	-35,8%	-24,3%
	2y TACC (2020e - 2022e)	13,6%	21,7%	30,1%	38,8%	17,8%	24,4%	5,7%	20,0%	17,1%	68,5%
EBIT/Ingresos	19,7%	9,0%	8,2%	5,6%	4,9%	9,5%	26,8%	13,6%	12,8%	6,2%	
Beneficio Neto	637,1	56,0	18,2	13,1	n.a.		1.179,4	75,9	42,4	1,7	
Cto. Beneficio Neto	-13,9%	-56,6%	-2,2%	-22,0%	n.a.	-23,7%	0,5%	59,9%	-51,4%	-95,8%	
2y TACC (2020e - 2022e)	21,3%	36,6%	35,3%	52,3%	n.a.	36,4%	6,7%	37,9%	38,1%	n.a.	
CAPEX/Ventas	8,5%	13,1%	n.a.	7,3%	n.a.	9,7%	8,5%	22,2%	11,1%	-13,4%	
Free Cash Flow	1.490,4	174,8	n.a.	16,6	n.a.		1.836,7	235,2	n.a.	(19,4)	
Deuda financiera Neta	4.163,1	493,4	n.a.	84,1	182,7		7.565,8	1.405,2	932,5	109,8	
DN/EBITDA (x)	1,7	1,1	n.a.	0,9	2,8	1,6	2,4	2,5	2,9	3,5	
Pay-out	31,5%	68,1%	93,4%	35,2%	n.a.	57,1%	0,0%	0,0%	78,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	24,3	28,2	16,5	26,6	n.a.	23,9	13,8	24,5	25,5	46,0
	P/BV (x)	4,8	1,2	n.a.	1,7	n.a.	2,6	3,7	n.a.	4,1	1,3
	EV/Ingresos (x)	4,2	1,5	1,6	1,4	0,9	1,9	3,1	2,1	1,8	1,8
	EV/EBITDA (x)	9,3	4,9	6,3	5,5	4,9	6,2	6,8	5,4	5,2	7,5
	EV/EBIT (x)	21,4	16,6	19,4	24,4	18,2	20,0	11,7	15,3	13,8	28,2
	ROE	20,5	4,3	n.a.	8,3	n.a.	11,0	30,2	10,3	14,9	2,5
	FCF Yield (%)	8,7	10,1	n.a.	4,2	n.a.	7,7	13,6	15,3	n.a.	n.a.
	DPA	0,44	0,15	0,43	0,01	0,00	0,21	0,00	0,00	0,93	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	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).



## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(13,9)	5,6	13,0	307,3			
Market Cap	109,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	109,8	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse)					
					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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>2,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>2,4%</b>	<b>2,8%</b>	
Risk free rate (rf)	0,1%	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 (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,4%</b>	<b>12,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	50,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	50,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>6,7%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>5,9%</b>	<b>7,6%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

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

(2) GALQ cuenta con activos por impuesto diferido no activados por importe de EUR 90Mn (2019). 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	17.140,8	24,3	21,2%	9,3	8,2%	4,2	6,4%	45,3%	8,7%	-14,9%
Aggreko	AGGK.L	1.726,8	28,2	39,1%	4,9	7,8%	1,5	4,8%	30,8%	10,1%	-9,6%
VP	VP.L	333,4	16,5	34,8%	6,3	13,0%	1,6	9,1%	25,3%	n.a.	n.a.
Speedy Hire	SDY.L	396,7	26,6	53,9%	5,5	12,2%	1,4	9,5%	25,0%	4,2%	50,1%
HSS Hire Group	HSS.L	79,0	n.a.	78,6%	4,9	6,7%	0,9	-2,2%	18,0%	n.a.	n.a.
<b>Europa</b>		<b>23,9</b>	<b>45,5%</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6%</b>	<b>1,9</b>	<b>5,5%</b>	<b>28,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,5%</b>	
United Rentals	URI	13.488,3	13,8	8,8%	6,8	1,7%	3,1	2,3%	46,2%	13,6%	-22,9%
Herc Rentals	HRI	1.537,1	24,5	38,3%	5,4	5,3%	2,1	4,1%	38,5%	15,3%	-13,0%
H&E Equipment S.	HEES.O	878,0	25,5	42,6%	5,2	1,8%	1,8	3,1%	34,1%	n.a.	n.a.
<b>USA</b>		<b>21,3</b>	<b>29,9%</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2%</b>	<b>39,6%</b>	<b>14,5%</b>	<b>-17,9%</b>	
<b>GALQ</b>	<b>GALQ.MC</b>	<b>109,7</b>	<b>46,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>7,5</b>	<b>21,4%</b>	<b>1,8</b>	<b>13,2%</b>	<b>22,8%</b>	<b>n.a.</b>	<b>57,5%</b>

### 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	26,8%	41,8	5,6x
Central	24,4%	38,1	6,1x
Min	22,0%	34,4	6,8x

#### 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	11,7%	13,0%		14,3%	Max	Central
41,8	4,2	2,2	0,2	Max	3,8%	2,0%	0,1%
38,1	0,5	(1,6)	(3,6)	Central	0,4%	n.a.	n.a.
34,4	(3,3)	(5,3)	(7,3)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

## 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](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 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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
23-Dic-2020	n.a.	1,16	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	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

