

Resultados 12m 2020

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ief.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%).

Excelente comportamiento en 2020. Y razones para que continúe en 2021e

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	137,7	167,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	256,6	312,2
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,72 / 1,12 / 0,83	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación ⁽³⁾	11,8	
Refinitiv / Bloomberg	GALQ.MC / GALQ.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

GALQ REDUCE LA CAÍDA DE INGRESOS (EUR 134MN; -6% VS 2019). Resultado de la significativa recuperación de su actividad durante el 2S20 (ingresos +26% vs 1S20), que ya habría superado los niveles pre-covid (Ingresos 4T20: c. +9% vs 4T19). A nuestro juicio, la rápida recuperación se explica esencialmente por el “foco” en el crecimiento de los negocios de largo plazo y sin CAPEX (c. 54% s/mix de ingresos vs c. 35% en 2019), dos negocios que aportan estabilidad y restan ciclicidad.

Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas	58,2
Indumenta Pueri	9,9
Pedro Luis Fernández	5,8
Banco Santander	4,4
Free Float	21,7

Y GENERA UN EBITDA REC. DE EUR 31MN (-9% VS 2019). El elevado apalancamiento operativo del negocio y el control de costes permiten a GALQ recuperar niveles de márgenes similares a los vistos en 2019 (c. 23% s/EBITDA Rec; completamente en línea con nuestras estimaciones).

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	156,0	169,9	179,9
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	30,9	38,3	44,5	47,8
% Var.	-9,0	24,0	16,2	7,4
% EBITDA Rec./Ing.	23,0	24,5	26,2	26,5
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	-15,7	17,4	15,3	8,1
Beneficio neto	1,1	9,1	13,7	16,1
BPA (EUR)	0,02	0,10	0,14	0,17
% Var.	-98,4	454,4	50,8	18,1
BPA ord. (EUR)	0,03	0,10	0,14	0,17
% Var.	477,7	241,1	50,8	18,1
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-3,4	-1,7	5,1	6,9
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	106,9	97,9	87,1
DN / EBITDA Rec.(x)	3,5	2,8	2,2	1,8
ROE (%)	1,7	10,5	14,0	14,3
ROCE (%) ⁽⁶⁾	4,0	6,3	8,3	9,1

CON UNA ESTRUCTURA FINANCIERA REFORZADA (DN: EUR 108,6MN; -11% VS 2019), esencialmente como resultado de: (i) una ampliación de capital ya completada (EUR 31,5Mn) y (ii) la refinanciación del préstamo sindicado (c. EUR 75Mn) hasta 2025 (además de convertirlo en sostenible en función de determinados indicadores ESG). Una posición objetivamente favorable (DN/EBITDA 2020: c. 3,5x) para aprovechar cualquier oportunidad de crecimiento a través de M&A.

MANTEMOS ESTIMACIONES 2021E INTACTAS. La oportunidad de crecimiento es clara. Y GALQ ofrece argumentos que justifican esperar crecimientos por encima de la macro y de su propio sector. El escenario que planteamos debiera permitirle alcanzar en 2021e niveles de ingresos de EUR 156Mn (+16% vs 2020; +9% vs 2019) y EBITDA Recurrente de EUR 38Mn (EV/EBITDA 6,7x vs 6,5x del sector), manteniendo un diferencial de crecimiento positivo vs su sector (Ingresos 2020-2022e: +13,2% TACC vs < 6% para el sector).

UNA HISTORIA DE “AUTÉNTICA” RESILIENCIA EN EL SECTOR INDUSTRIAL. El comportamiento de GALQ en el 4T 2020, superando los ingresos -12m y recuperando márgenes 2019 da pie a 3 ideas: 1) la lógica de que ese comportamiento del negocio tenga continuidad en 2021e; 2) la singularidad de un valor industrial con su negocio ya en niveles 2019 (“resiliencia” en estado puro); 3) Y la potencial oportunidad detrás del fuerte underperformance de GALQ en 2020: c.-30% -12m vs Ibex Small Cap.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	84,3	15,2	10,1	8,5
PER Ordinario	51,9	15,2	10,1	8,5
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,91	1,64	1,51	1,43
EV/EBITDA Rec.	8,3	6,7	5,8	5,4
EV/EBIT	34,0	14,9	11,1	9,9
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	3,7	5,0

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	17,3	28,8	-13,3	27,6	-19,7	-13,5
vs Ibex 35	14,0	26,8	-0,6	24,6	-4,7	-16,2
vs Ibex Small Cap Index	12,2	17,1	-30,4	22,8	-33,6	-58,2
vs Eurostoxx 50	14,1	21,9	-14,7	22,4	-25,5	-34,2
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	14,4	18,4	-24,4	20,3	-39,2	-54,0

(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: 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, Refinitiv y Lighthouse.

Resultados 12m20

Tabla 1. Resultados 12m20

EUR Mn	12m20		12m20 Real		2020 Real	
	Real	12m19	vs 12m19	2020e	vs 2020e	
Total Ingresos	134,1	143,1	-6,3%	132,2	1,4%	
EBITDA (Recurrente)¹	30,9	33,9	-9,0%	31,1	-0,8%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,7%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>	<i>23,5%</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	
EBITDA	29,8	32,8	-8,9%	30,1	-1,0%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>22,2%</i>	<i>22,9%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>	<i>22,8%</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	
EBIT	7,5	10,9	-30,8%	8,2	-8,5%	
Beneficio ordinario neto	1,9	-0,3	n.a.	2,4	-23,3%	
FCF Recurrente	-3,4	-4,3	20,3%	-1,7	n.a.	
Deuda Neta	108,6	122,1	-11,1%	106,9	1,5%	
Deuda Neta / EBITDA	3,5 x	3,6 x	-0,1 x	3,6 x	0,0 x	

(1) EBITDA Rec. y EBITDA ajustados para excluir el impacto de gastos capitalizados (EUR 6,3Mn y EUR 7,7Mn en 2020 y 2019, respectivamente).

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2021e (Nuevo)	2021e	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	2022e	Revisión (%)	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	156,0	156,0	0,0%	169,9	169,6	0,2%	179,9
EBITDA (Recurrente)	38,3	38,1	0,4%	44,5	44,4	0,1%	47,8
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>7,4%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,4%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>26,2%</i>	<i>26,2%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>26,5%</i>
EBIT	17,3	17,3	0,0%	23,2	23,4	-1,1%	26,0
Beneficio Neto	9,1	9,1	-0,8%	13,7	13,9	-1,9%	16,1
Free Cash Flow (Rec.)	-1,7	-1,6	-9,2%	5,1	5,5	-6,8%	6,9
<i>DN / EBITDA</i>	<i>2,8 x</i>	<i>2,8 x</i>	<i>0,0 x</i>	<i>2,2 x</i>	<i>2,2 x</i>	<i>0,0 x</i>	<i>1,8 x</i>

(2) Ajuste inmaterial de estimaciones por el efecto de incluir como último año cerrado el ejercicio 2020. Nuestras principales hipótesis no se ven afectadas.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	6,2	13,3	14,8	226,8			
Market Cap	137,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	108,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					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)	0,4%	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 (Refinitiv y Lighthouse)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			9,7%	12,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	55,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	44,2%	D			=	=	
WACC	7,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,6%	8,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(3) 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 Reuters	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.L	21.144,7	23,2	19,2%	9,7	8,1%	4,5	6,3%	46,6%	5,7%	14,6%
Aggreko	AGGK.L	2.427,3	18,1	3,3%	5,0	-0,4%	1,6	-3,4%	31,6%	5,5%	-12,3%
VP	VP.L	395,9	14,3	17,9%	5,6	9,4%	1,6	5,8%	28,3%	n.a.	n.a.
Speedy Hire	SDY.L	399,8	13,5	6,3%	4,5	1,4%	1,2	1,4%	26,2%	5,8%	n.a.
HSS Hire Group	HSS.L	96,5	7,8	n.a.	4,7	n.a.	1,0	n.a.	21,5%	n.a.	n.a.
Europa			15,4	11,7%	5,9	4,6%	2,0	2,5%	30,8%	5,7%	1,2%
United Rentals	URI	18.549,6	16,8	14,9%	7,9	4,3%	3,6	4,2%	45,8%	6,4%	7,0%
Herc Rentals	HRI	2.155,4	21,1	33,4%	5,8	11,1%	2,3	8,0%	39,4%	7,1%	n.a.
H&E Equipment S.	HEES.O	946,5	20,8	n.a.	5,2	n.a.	1,7	n.a.	32,7%	n.a.	n.a.
USA			19,6	24,2%	6,3	7,7%	2,5	6,1%	39,3%	6,8%	7,0%
GALQ	GALQ.MC	137,7	15,2	33,4%	6,7	11,7%	1,6	7,4%	24,5%	n.a.	n.a.

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	28,8%	48,9	5,2x
Central	26,2%	44,5	5,8x
Min	23,6%	40,1	6,4x

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 22e			➔	Escenario			
EBITDA 22e	10,8%	12,0%	13,2%		FCF Rec./Yield 22e			
48,9	11,6	9,5	7,5	Max	8,4%	6,9%	5,4%	
44,5	7,2	5,1	3,1	Central	5,2%	3,7%	2,2%	
40,1	2,7	0,7	(1,3)	Min	2,0%	0,5%	n.a.	

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
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	155,6	158,7	162,7		
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	53,0	56,7	59,3		
Total activo	208,0	197,5	202,0	228,9	253,0	260,6	268,0	275,2		
Patrimonio neto	(8,7)	(10,5)	(17,6)	51,1	81,9	90,9	104,6	120,7		
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	106,9	97,9	87,1		
Pasivo circulante	31,6	28,7	31,9	27,4	30,0	30,3	33,1	35,0		
Total pasivo	208,0	197,5	202,0	228,9	253,0	260,6	268,0	275,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos	105,3	117,2	132,2	143,1	134,1	156,0	169,9	179,9	6,2%	10,3%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-1,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>16,3%</i>	<i>8,9%</i>	<i>5,9%</i>		
Coste de ventas	(18,2)	(24,3)	(34,2)	(40,2)	(42,2)	(45,5)	(50,4)	(54,3)		
Margen Bruto	87,1	93,0	98,1	102,9	91,9	110,5	119,5	125,6	1,3%	11,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>82,7%</i>	<i>79,3%</i>	<i>74,2%</i>	<i>71,9%</i>	<i>68,5%</i>	<i>70,8%</i>	<i>70,3%</i>	<i>69,8%</i>		
Gastos de personal	(33,4)	(33,3)	(36,7)	(39,5)	(35,8)	(42,0)	(43,5)	(45,2)		
Otros costes de explotación	(34,5)	(35,0)	(34,4)	(29,5)	(25,2)	(30,2)	(31,5)	(32,7)		
EBITDA recurrente	19,1	24,7	27,0	33,9	30,9	38,3	44,5	47,8	12,7%	15,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>37,6%</i>	<i>29,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>24,0%</i>	<i>16,2%</i>	<i>7,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>18,2%</i>	<i>21,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>26,2%</i>	<i>26,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(4,9)	(1,5)	(2,6)	(1,1)	(1,0)	-	-	-		
EBITDA	14,2	23,3	24,3	32,8	29,8	38,3	44,5	47,8	20,4%	17,0%
Depreciación y provisiones	(23,2)	(23,9)	(23,2)	(21,7)	(20,6)	(20,2)	(20,6)	(21,1)		
Gastos capitalizados	7,5	6,3	7,5	7,7	6,3	7,2	7,3	7,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,9)	(8,1)	(8,0)	(8,0)	(8,0)		
EBIT	(1,5)	5,7	8,7	10,9	7,5	17,3	23,2	26,0	62,4%	51,1%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>82,1%</i>	<i>475,1%</i>	<i>51,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>128,8%</i>	<i>34,1%</i>	<i>12,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(8,3)	(12,6)	(10,2)	(13,0)	(7,0)	(5,8)	(5,6)	(5,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	0,7	0,3	0,6	0,6	0,6		
Beneficio ordinario	(9,8)	(6,9)	(1,6)	(1,4)	0,8	12,1	18,2	21,5	20,2%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>56,1%</i>	<i>29,3%</i>	<i>77,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>161,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,8%</i>	<i>18,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	44,9	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(9,8)	(6,9)	(1,6)	43,5	0,8	12,1	18,2	21,5	20,2%	n.a.
Impuestos	(1,3)	(0,9)	(2,4)	(3,5)	0,3	(3,0)	(4,6)	(5,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	9,1	13,7	16,1	20,4%	n.a.
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-91,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>47,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-97,1%</i>	<i>692,5%</i>	<i>50,8%</i>	<i>18,1%</i>		
Beneficio ordinario neto	(4,9)	(5,4)	0,9	(0,3)	1,9	9,1	13,7	16,1	24,2%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>68,6%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>117,3%</i>	<i>-128,6%</i>	<i>795,1%</i>	<i>387,6%</i>	<i>50,8%</i>	<i>18,1%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						38,3	44,5	47,8	12,7%	15,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,0)	(8,0)	(8,0)		
Var.capital circulante						(2,9)	(0,9)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						27,4	35,6	39,0	11,0%	14,0%
CAPEX						(20,3)	(20,4)	(21,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,8)	(5,6)	(5,1)		
Impuestos						(3,0)	(4,6)	(5,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,7)	5,1	6,9	34,8%	59,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						3,4	3,9	3,9		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,7	9,0	10,8	-3,8%	47,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,7)	(9,0)	(10,8)		

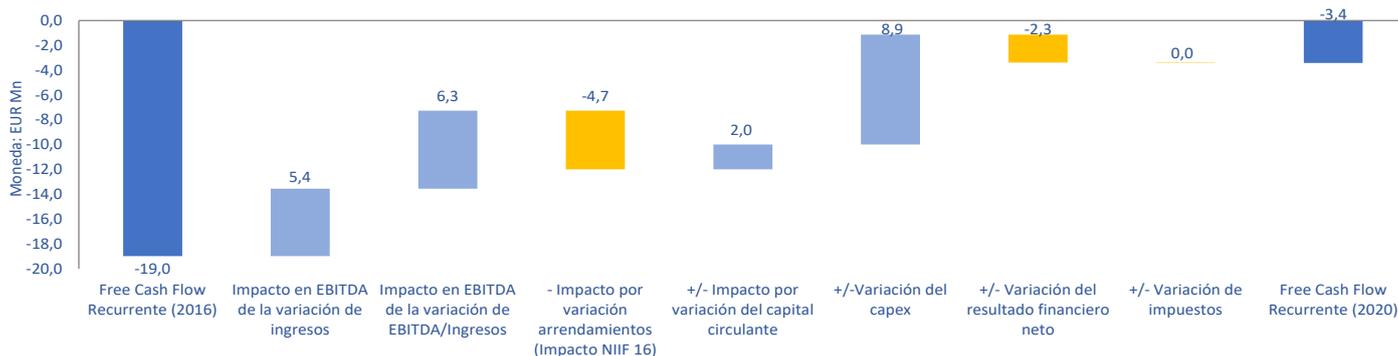
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

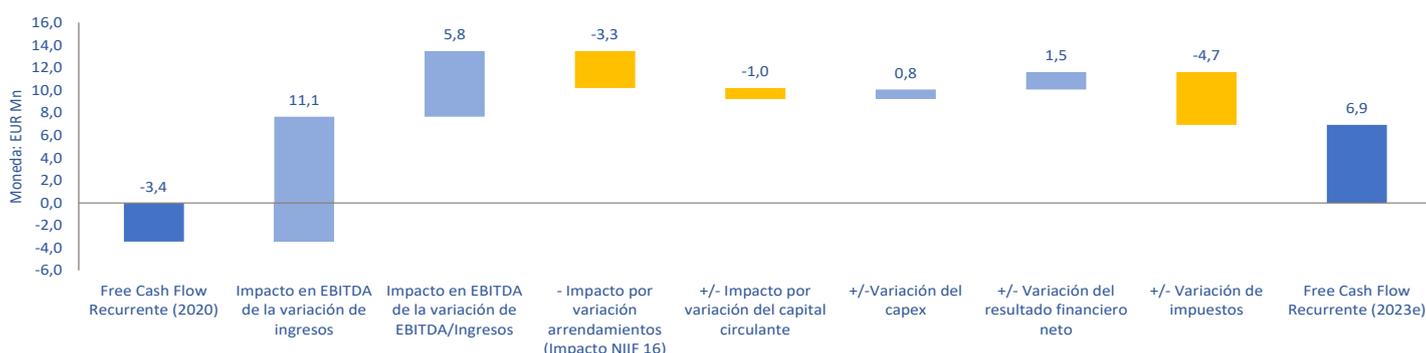
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	24,7	27,0	33,9	30,9	38,3	44,5	47,8	7,6%	15,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	29,4%	8,9%	25,7%	-9,0%	24,0%	16,2%	7,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	21,1%	20,4%	23,7%	23,0%	24,5%	26,2%	26,5%		
- 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	(2,9)	(0,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	25,7	31,5	24,4	26,3	27,4	35,6	39,0	0,9%	14,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	48,0%	22,7%	-22,5%	7,8%	4,0%	30,0%	9,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	21,9%	23,8%	17,1%	19,6%	17,6%	21,0%	21,7%		
- CAPEX	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(20,3)	(20,4)	(21,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(4,4)	(5,5)	(6,7)	(5,8)	(5,6)	(5,1)		
- Impuestos	(0,5)	(1,2)	(1,5)	(0,7)	(3,0)	(4,6)	(5,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(2,1)	1,0	(4,3)	(3,4)	(1,7)	5,1	6,9	-17,2%	59,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	88,8%	148,1%	-519,7%	20,3%	50,4%	401,5%	35,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	3,0%	3,8%		
- 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	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	3,4	2,9	50,8	(9,1)	1,7	9,0	10,8	-67,3%	47,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	143,4%	-14,2%	n.a.	-117,9%	118,6%	434,8%	20,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	0,7%	n.a.	n.a.	n.a.	3,7%	5,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,5%	2,1%	36,9%	n.a.	1,2%	6,5%	7,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(19,0)	(2,1)	1,0	(4,3)	(3,4)	(1,7)	5,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,2	3,2	2,2	(2,1)	5,0	3,4	2,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,4	(1,0)	4,7	(0,9)	2,4	2,8	0,7		
= Variación EBITDA recurrente	5,6	2,2	6,9	(3,0)	7,4	6,2	3,3		
- 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	(3,1)	2,0	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	8,3	5,8	(7,1)	1,9	1,1	8,2	3,4		
+/- Variación del CAPEX	8,4	(1,9)	3,1	(0,7)	2,2	(0,1)	(1,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(1,1)	(1,2)	0,9	0,2	0,4		
+/- Variación de impuestos	0,2	(0,8)	(0,2)	0,8	(2,3)	(1,5)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	16,9	3,1	(5,3)	0,9	1,7	6,8	1,8		
Free Cash Flow Recurrente	(2,1)	1,0	(4,3)	(3,4)	(1,7)	5,1	6,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	5,7	8,7	10,9	7,5	17,3	23,2	26,0	9,7%	51,1%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(4,3)	(5,8)	(6,5)		
EBITDA recurrente	24,7	27,0	33,9	30,9	38,3	44,5	47,8	7,6%	15,7%
- 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	(2,9)	(0,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	25,7	31,5	24,4	26,3	27,4	35,6	39,0	0,9%	14,0%
- CAPEX	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(20,3)	(20,4)	(21,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(4,3)	(5,8)	(6,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,8	6,7	2,7	3,9	2,8	9,4	10,9	12,1%	40,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	119,9%	139,8%	-60,2%	47,4%	-28,4%	237,0%	15,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,4%	5,0%	1,9%	2,9%	1,8%	5,6%	6,1%		
- 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	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	9,8	11,2	58,9	(1,7)	6,2	13,3	14,8	-29,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	356,1%	14,0%	428,2%	-102,9%	455,8%	115,6%	11,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,1%	2,6%	1,0%	1,5%	1,1%	3,7%	4,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,8%	4,3%	23,0%	n.a.	2,4%	5,2%	5,8%		

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.

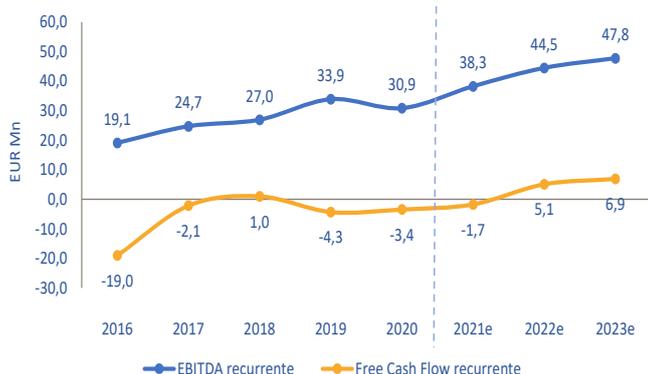
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



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	137,7	
+ Minoritarios	0,3	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	13,5	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	108,8	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	3,6	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	256,6	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 10-20	TACC 20-23e
Total Ingresos	242,8	205,3	139,6	120,8	103,9	107,0	105,3	117,2	132,2	143,1	134,1	156,0	169,9	179,9	-5,8%	10,3%
Cto. Total ingresos	-14,3%	-15,4%	-32,0%	-13,5%	-14,0%	3,0%	-1,6%	11,4%	12,8%	8,2%	-6,3%	16,3%	8,9%	5,9%		
EBITDA	60,0	24,0	14,5	11,5	14,3	7,9	14,2	23,3	24,3	32,8	29,8	38,3	44,5	47,8	-6,7%	17,0%
Cto. EBITDA	-22,1%	-60,0%	-39,6%	-20,5%	24,1%	-44,5%	79,3%	63,6%	4,7%	34,5%	-8,9%	28,3%	16,2%	7,4%		
EBITDA/Ingresos	24,7%	11,7%	10,4%	9,5%	13,8%	7,4%	13,5%	19,8%	18,4%	22,9%	22,2%	24,5%	26,2%	26,5%		
Beneficio neto	(62,9)	(128,1)	(61,3)	(17,3)	(28,6)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	9,1	13,7	16,1	7,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-604,0%	-103,5%	52,1%	71,8%	-65,0%	79,6%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	692,5%	50,8%	18,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	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	94,6		
BPA (EUR)	-11,15	-21,82	-10,45	-2,95	-4,42	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,10	0,14	0,17	7,2%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	-95,8%	52,1%	71,8%	-49,8%	94,6%	-7,9%	30,7%	47,9%	n.a.	-98,4%	n.a.	50,8%	18,1%		
BPA ord. (EUR)	-11,15	-21,82	-10,45	-2,95	-4,38	-0,64	-0,11	-0,12	0,02	-0,01	0,03	0,10	0,14	0,17	7,2%	82,5%
Cto. BPA ord.	n.a.	-95,8%	52,1%	71,8%	-48,4%	85,3%	82,3%	-9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,8%	18,1%		
CAPEX	(5,0)	(3,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(20,3)	(20,4)	(21,6)		
CAPEX/Vtas %	2,1%	1,8%	0,5%	0,2%	0,2%	22,2%	29,7%	19,5%	18,8%	15,2%	16,7%	13,0%	12,0%	12,0%		
Free Cash Flow	45,0	33,1	42,0	38,4	16,5	18,4	(7,8)	3,4	2,9	50,8	(9,1)	1,7	9,0	10,8	-8,2%	47,3%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	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	1,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66,1x	15,2x	10,1x	8,5x		
EV/Vtas (x)	2,65x	2,52x	0,83x	0,54x	2,86x	0,08x	0,78x	0,82x	0,52x	1,34x	1,62x	1,64x	1,51x	1,43x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	10,7x	21,6x	8,0x	5,7x	20,8x	1,0x	5,8x	4,1x	2,8x	5,9x	7,3x	6,7x	5,8x	5,4x		
Comport. Absoluto	-66,2%	-74,8%	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	27,6%	5,8x	5,4x		
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%	24,6%				

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 Refinitiv.

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

Datos Mercado	Europa						USA			GALQ	
	EUR Mn	Ashtead Group	Aggreko	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group	Average	United Rentals	Herc Rentals		H&E Equipment S.
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	21.144,7	2.427,3	395,9	399,8	96,5			18.549,6	2.155,4	946,5	137,7
Enterprise value (EV)	26.651,4	3.004,2	608,5	545,5	360,7			26.343,1	3.499,0	1.709,5	256,6
Total Ingresos	5.883,8	1.890,6	382,2	464,4	359,5			7.261,9	1.519,9	996,3	156,0
Cto.Total Ingresos	5,2%	18,8%	9,3%	12,7%	-7,8%	7,7%		3,6%	3,8%	3,7%	16,3%
2y TACC (2021e - 2023e)	6,3%	-3,4%	5,8%	1,4%	n.a.	2,5%		4,2%	8,0%	n.a.	7,4%
EBITDA	2.740,8	597,1	108,3	121,6	77,4			3.328,7	599,4	326,2	38,3
Cto. EBITDA	7,6%	20,4%	10,3%	18,2%	10,1%	13,3%		6,7%	8,3%	4,2%	28,3%
2y TACC (2021e - 2023e)	8,1%	-0,4%	9,4%	1,4%	n.a.	4,6%		4,3%	11,1%	n.a.	11,7%
EBITDA/Ingresos	46,6%	31,6%	28,3%	26,2%	21,5%	30,8%		45,8%	39,4%	32,7%	24,5%
EBIT	1.420,3	256,4	39,7	41,9	26,5			1.672,2	200,7	103,3	17,3
Cto. EBIT	15,7%	60,5%	25,0%	65,4%	-6,5%	32,0%		12,5%	18,1%	10,9%	128,8%
2y TACC (2021e - 2023e)	10,5%	-2,7%	28,0%	n.a.	n.a.	12,0%		8,9%	23,6%	19,7%	22,7%
EBIT/Ingresos	24,1%	13,6%	10,4%	9,0%	7,4%	12,9%		23,0%	13,2%	10,4%	11,1%
Beneficio Neto	925,8	138,7	27,5	29,6	n.a.			1.075,4	96,1	45,3	9,1
Cto. Beneficio Neto	22,4%	101,3%	30,1%	94,7%	n.a.	62,1%		47,0%	58,6%	268,6%	692,5%
2y TACC (2021e - 2023e)	15,7%	-1,9%	31,7%	n.a.	n.a.	15,2%		12,6%	38,3%	n.a.	33,4%
CAPEX/Ventas	16,0%	15,3%	n.a.	9,0%	n.a.	13,4%		21,7%	29,7%	18,5%	-13,0%
Free Cash Flow	1.205,3	132,9	n.a.	23,1	(0,4)			1.194,3	152,6	n.a.	1,7
Deuda financiera Neta	3.834,9	431,8	(196,4)	74,0	156,5			6.972,2	1.304,1	973,4	106,9
DN/EBITDA (x)	1,4	0,7	(1,8)	0,6	2,0	0,6		2,1	2,2	3,0	2,8
Pay-out	26,1%	46,7%	53,3%	39,8%	n.a.	41,5%		0,0%	0,0%	73,7%	0,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	23,2	18,1	14,3	13,5	7,8	15,4	16,8	21,1	20,8	15,2
P/BV (x)	5,2	1,6	2,0	1,6	n.a.	2,6		4,2	n.a.	4,5	1,5
EV/Ingresos (x)	4,5	1,6	1,6	1,2	1,0	2,0		3,6	2,3	1,7	1,6
EV/EBITDA (x)	9,7	5,0	5,6	4,5	4,7	5,9		7,9	5,8	5,2	6,7
EV/EBIT (x)	18,8	11,7	15,3	13,0	13,6	14,5		15,8	17,4	16,5	14,9
ROE	22,6	9,2	n.a.	13,7	n.a.	15,2		29,1	13,5	21,4	10,5
FCF Yield (%)	5,7	5,5	n.a.	5,8	n.a.	5,7		6,4	7,1	n.a.	n.a.
DPA	0,53	0,25	0,37	0,02	0,00	0,24		0,00	0,00	0,92	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	3,5%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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 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 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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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 Mercado 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
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

