

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Trading Companies &amp; Distributors

Precio de Cierre: EUR 1,27 (29 feb 2024)

Fecha del informe: 1 mar 2024 (12:00h)

**Resultados 12m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

## Rdos. 2023: buenos números (en línea) que demandan atención. EV/EBITDA 24e 5,5x

GAM es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 40.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 80 delegaciones en 9 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%).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	120,2	130,0
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	401,7	434,7
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,52 / 1,35 / 1,18	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	6,4	
Factset / Bloomberg	GAM-ES / GAM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,6
Pedro Luis Fernández	6,0
Banco Santander	4,5
Free Float	20,7

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,6	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	283,6	312,1	337,4	364,9
EBITDA Rec.	62,0	72,5	79,3	88,2
% Var.	23,6	16,9	9,3	11,3
% EBITDA Rec./Ing.	21,9	23,2	23,5	24,2
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	12,8	10,3	8,9	8,2
Beneficio neto	9,1	10,4	12,2	17,4
BPA (EUR)	0,10	0,11	0,13	0,18
% Var.	17,7	14,8	16,9	43,0
BPA ord. (EUR)	0,07	0,08	0,10	0,18
% Var.	0,8	7,0	30,9	78,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-46,0	-25,0	-7,4	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	246,0	282,1	289,4	289,8
DN / EBITDA Rec.(x)	4,0	3,9	3,7	3,3
ROE (%)	9,3	9,7	10,3	13,1
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	6,3	5,8	5,8	6,5

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

PER	13,2	11,5	9,9	6,9
PER Ordinario	17,3	16,1	12,3	6,9
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,42	1,29	1,19	1,10
EV/EBITDA Rec.	6,5	5,5	5,1	4,6
EV/EBIT	17,9	16,3	15,1	11,8
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**GAM CONTINÚA CRECIENDO A DOBLE DÍGITO EN INGRESOS (EUR 283,6MN; +25,6% VS 2022)...** El crecimiento de GAM se acelera durante el 4T23 (+34,8% vs 4T22) esencialmente por la integración del M&A (Carretillas Mayor, 60% de Ozmak y 50% restante de GAM Arabia). GAM ha cerrado 2023e con unos ingresos de EUR 283,6Mn (vs EUR 225,8Mn -1y), en línea con nuestras estimaciones. Las ventas fuera de España alcanzan el 26%/Ingresos (+2p.p. vs 2022).

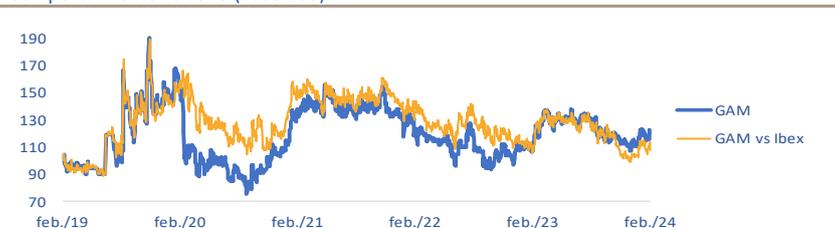
**... Y EN SUS TRES LÍNEAS DE NEGOCIO.** Especialmente la línea de largo plazo (outsourcing; +41,5% vs 2022) que resta ciclicidad al negocio de GAM y el negocio sin CAPEX (distribución: +25,4%). El negocio de corto plazo también mantiene altas tasas de crecimiento (+17,7%; 38% s/Ingresos 2023 vs 41% en 2022).

**PESE AL CONTEXTO, DEFIENDE MÁRGENES.** Quizás lo más interesante sea la capacidad de GAM de traducir (incluso en un contexto de inflación y encarecimiento de los repuestos) el crecimiento en ingresos a uno similar en EBITDA, que alcanza los EUR 62Mn (+23,6% vs 2022; Mg. EBITDA 2023 21,9%, en línea con 2022).

**EL BENEFICIO NETO SORPRENDE: EUR 9,1MN, +17,7% VS 2022.** El cambio en la legislación vigente (Decreto 3/2016), ha permitido a GAM activar EUR 2,1Mn de BINS, compensando el mayor gasto financiero (+70%) por la subida de tipos, registrando un BN EUR 9,1Mn (vs EUR 7,7Mn en 2022).

**EL CAPEX Y EL M&A ELEVAN LA DEUDA NETA HASTA EUR 246MN (+37% VS 2022),** GAM cierra 2023 con una Deuda Neta de EUR 246Mn (DN/EBITDA 2023 4x). Resultado de las necesidades de CAPEX (c. EUR 90Mn) tanto para la renovación de la flota como para la planta REVIVER (que reducirá las necesidades de CAPEX, aunque no antes de 2025e) y del M&A (EUR 19,9Mn 2023).

**BUENOS RESULTADOS (Y EN LÍNEA), PERO (A LA LUZ DE LOS MÚLTIPLOS) AÚN NO COTIZADOS (EV/EBITDA 2024E 5,5X).** Las tres claves para entender a GAM son: i) la diversificación geográfica y sectorial (reduciendo la dependencia del sector de la construcción), ii) el giro estratégico, equilibrando sus líneas de negocio que aportan recurrencia y crecimiento y iii) la posición de liderazgo en su principal mercado (España: 75% s/ingresos 2023) donde mantiene una cuota de mercado del 12%. Mantenemos estimaciones ante unos resultados en línea que hoy apuntan a unos ingresos 2024e de EUR 312Mn y un EBITDA de 72,5Mn. GAM hoy cotiza a un EV/EBITDA 2024e 5,5x (vs 6,4x de sus comparables).

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,2	1,6	4,1	7,6	-15,9	15,7
vs Ibx 35	-6,3	2,2	-2,2	8,7	-30,8	7,3
vs Ibx Small Cap Index	-4,1	2,6	13,7	9,2	-9,2	0,5
vs Eurostoxx 50	-9,9	-9,0	-9,5	-0,2	-37,3	-21,8
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-11,0	-12,2	-11,0	0,4	-34,3	-28,7

(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) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

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

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

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

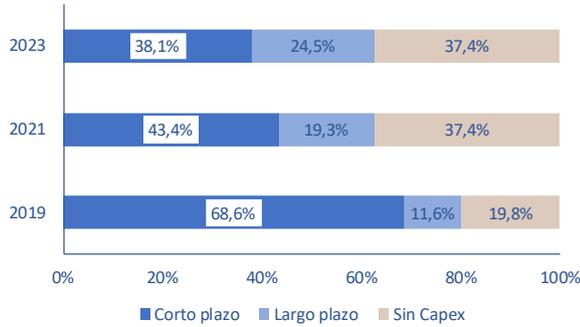
**Resultados 12m 2023**
**Tabla 1. Resultados 2023**

EUR Mn	12m23		12m23 Real		2023e vs		4T23 vs	
	Real	12m22	vs 12m22	2023e	2022	4T23	4T22	
Corto plazo	106,9	90,8	17,7%	100,6	6,3%	27,7	24,8%	
Largo plazo	68,9	48,7	41,5%	70,6	-2,4%	18,8	42,4%	
Sin Capex	105,1	83,8	25,4%	100,6	4,5%	31,0	41,6%	
Otros ingresos	2,7	2,5	8,1%	2,5	8,1%			
<b>Total Ingresos</b>	<b>283,6</b>	<b>225,8</b>	<b>25,6%</b>	<b>274,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>80,6</b>	<b>34,8%</b>	
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>1</sup></b>	<b>62,0</b>	<b>50,6</b>	<b>22,6%</b>	<b>65,2</b>	<b>-4,8%</b>	<b>9,4</b>	<b>32,7%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,7%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>23,8%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>11,7%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>62,0</b>	<b>50,1</b>	<b>23,7%</b>	<b>65,2</b>	<b>-4,8%</b>	<b>9,4</b>	<b>41,9%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,4%</i>	<i>-0,6 p.p.</i>	<i>23,8%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>11,7%</i>	<i>0,6 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>22,5</b>	<b>16,7</b>	<b>34,9%</b>	<b>23,1</b>	<b>-2,9%</b>	<b>6,1</b>	<b>61,7%</b>	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>9,1</b>	<b>7,7</b>	<b>18,5%</b>	<b>6,0</b>	<b>50,7%</b>	<b>5,4</b>	<b>95%</b>	
Deuda Neta	246,0	179,0	37,4%	241,8	1,7%			

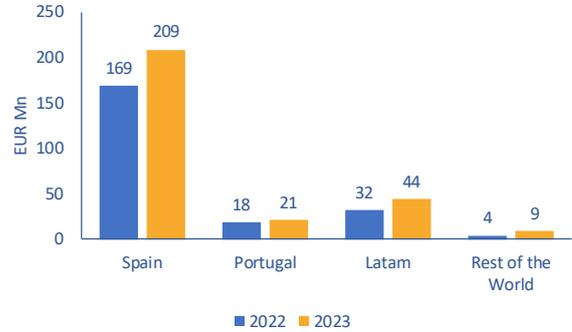
(1) EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de gastos capitalizados (EUR 10Mn en 2023 y EUR 8Mn en 2022).

**La compañía en 8 gráficos**

**GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios recurrentes y sin Capex ya representan el 62% de las ventas**



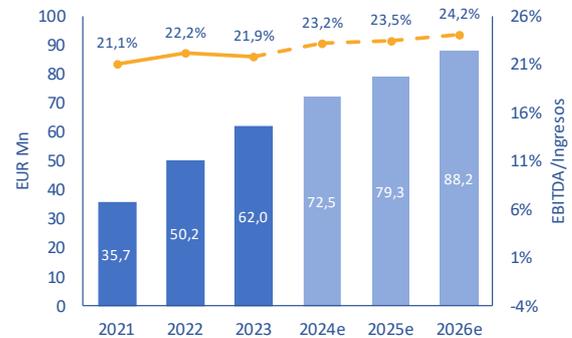
**Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)**



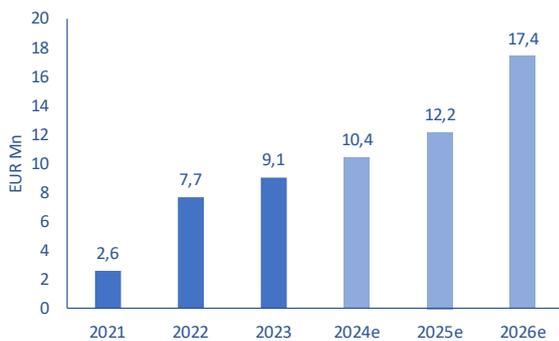
**Los negocios recurrentes (l/p) y sin Capex serán los motores del crecimiento a m/p (+8,2% TACC 24e-26e)**



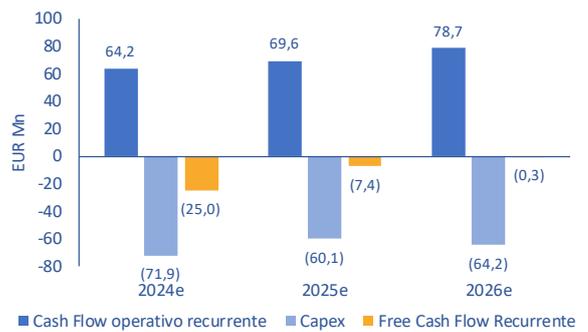
**EBITDA 2023-2026e: +12% TACC (23-26e)**



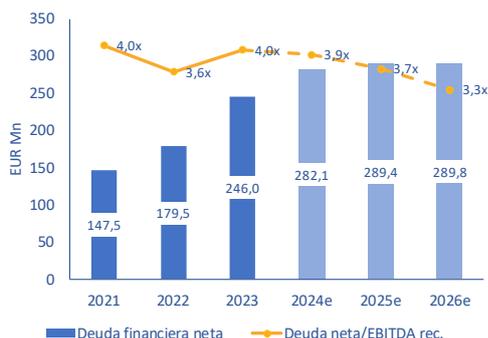
**A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto**



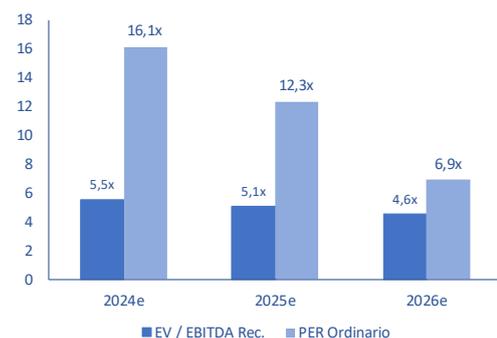
**Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF**



**Y, pese al M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 4x DN/EBITDA**



**Todo ello, con unos múltiplos (objetivamente) bajos. EV/EBITDA 2026e 4,6x y PER 2026e 6,9x.**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(18,8)	9,5	11,0	166,9			
<b>Market Cap</b>	<b>120,2</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>246,0</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,8%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>4,6%</b>	<b>5,0%</b>	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,5%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,3%</b>	<b>11,7%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	32,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	67,2%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>6,7%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>6,2%</b>	<b>7,2%</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.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Ashtead Group	AHT-GB	29.044,5	16,0	12,9%	7,7	9,0%	3,5	8,9%	46,0%	3,7%	37,1%
VP	VP-GB	247,6	7,1	5,4%	3,6	1,7%	1,1	3,5%	29,8%	12,5%	1,9%
Speedy Hire	SDY-GB	143,6	6,5	18,7%	2,9	5,7%	0,7	4,9%	23,8%	17,3%	13,8%
HSS Hire Group	HSS-GB	75,3	7,0	n.a.	2,6	n.a.	0,5	n.a.	18,8%	13,3%	n.a.
<b>Europa</b>			<b>9,2</b>	<b>12,3%</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5%</b>	<b>1,5</b>	<b>5,8%</b>	<b>29,6%</b>	<b>11,7%</b>	<b>17,6%</b>
United Rentals	URI-US	43.045,7	16,1	12,4%	8,4	5,1%	3,9	4,9%	46,9%	4,7%	11,1%
Herc Rentals	HRI-US	4.152,7	11,4	18,4%	5,7	11,1%	2,6	9,8%	45,0%	5,6%	17,6%
H&E Equipment S.	HEES-US	1.903,5	11,6	5,9%	5,0	5,2%	2,3	3,9%	46,3%	6,6%	n.a.
<b>USA</b>			<b>13,0</b>	<b>12,2%</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1%</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2%</b>	<b>46,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,3%</b>
<b>GAM</b>	<b>GAM-ES</b>	<b>120,2</b>	<b>11,5</b>	<b>29,3%</b>	<b>5,5</b>	<b>10,3%</b>	<b>1,3</b>	<b>8,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>n.a.</b>	<b>90,5%</b>

### Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	25,8%	87,0	4,6x
Central	23,5%	79,3	5,1x
Min	21,2%	71,5	5,6x

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

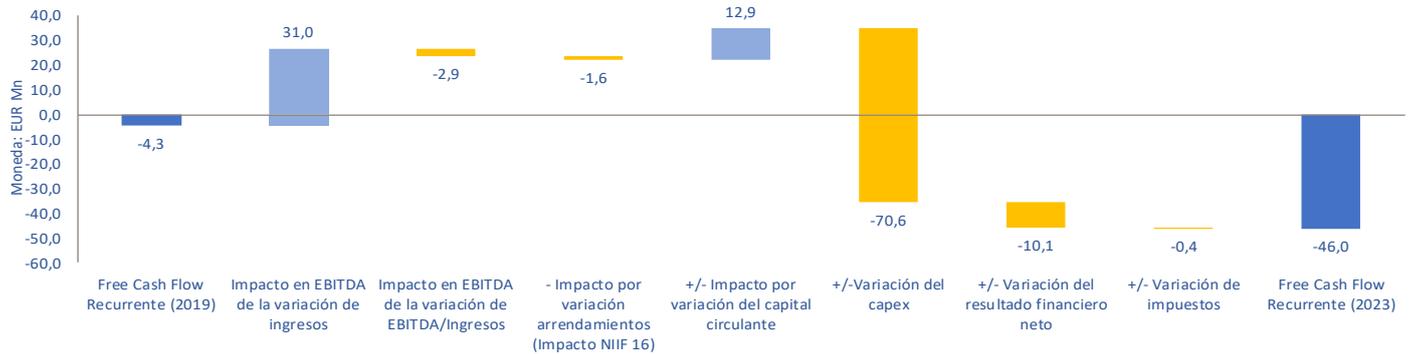
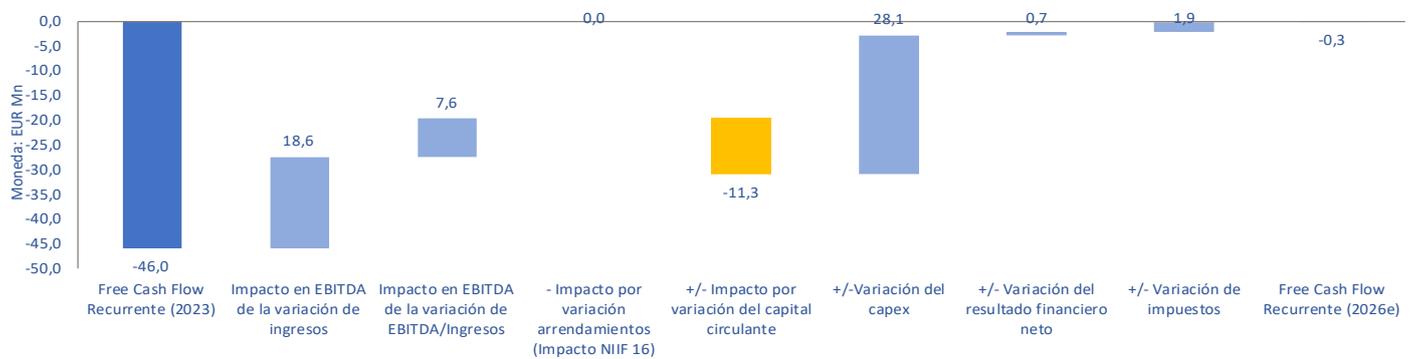
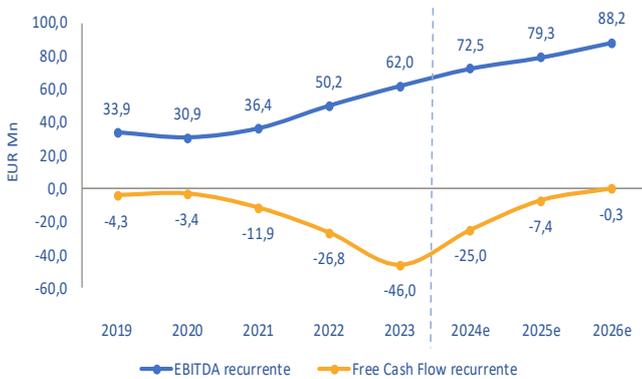
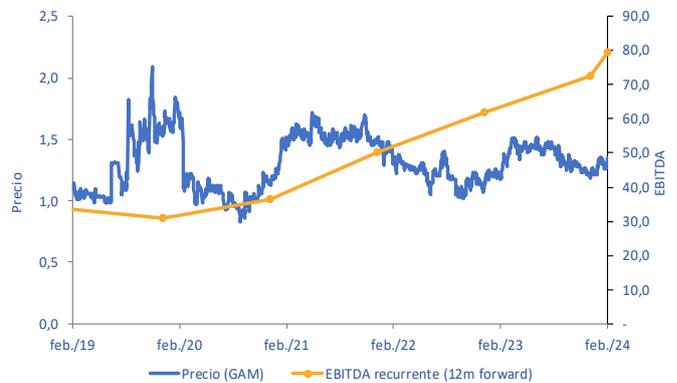
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario	FCF Rec./Yield 25e	
EBITDA 25e	16,0%	17,8%	19,6%		Max	5,4%	0,3%
87,0	6,5	0,4	(5,7)	➔	Central	n.a.	n.a.
79,3	(1,3)	(7,4)	(13,4)		Min	n.a.	n.a.
71,5	(9,1)	(15,1)	(21,2)				

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	22,1	21,2	22,3	24,4	22,0	22,0	22,0	22,0		
Inmovilizado material	138,5	151,7	201,3	237,3	328,5	370,3	384,5	401,3		
Otros activos no corrientes	3,6	6,8	6,9	6,9	11,5	14,5	16,9	15,0		
Inmovilizado financiero	0,9	3,6	3,8	5,7	2,2	2,2	2,2	2,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,4	19,8	20,5	25,4	28,5	28,5	28,5	28,5		
Activo circulante	47,4	49,9	70,6	92,4	105,3	113,8	122,8	132,3		
<b>Total activo</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>325,3</b>	<b>392,0</b>	<b>498,1</b>	<b>551,4</b>	<b>577,1</b>	<b>601,4</b>		
Patrimonio neto	51,1	81,9	84,5	93,5	101,9	112,4	124,5	142,0		
Minoritarios	0,2	0,3	0,4	4,0	2,1	2,1	2,1	2,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	8,2	13,7	30,7	39,2	52,3	52,3	52,3	52,3		
Otros pasivos no corrientes	20,2	18,5	17,3	19,9	18,5	18,5	18,5	18,5		
Deuda financiera neta	121,9	108,6	147,5	179,5	246,0	282,1	289,4	289,8		
Pasivo circulante	27,4	30,0	44,9	55,8	77,3	84,1	90,2	96,8		
<b>Total pasivo</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>325,3</b>	<b>392,0</b>	<b>498,1</b>	<b>551,4</b>	<b>577,1</b>	<b>601,4</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>143,1</b>	<b>134,1</b>	<b>169,1</b>	<b>225,8</b>	<b>283,6</b>	<b>312,1</b>	<b>337,4</b>	<b>364,9</b>	<b>18,7%</b>	<b>8,8%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>8,2%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>33,5%</i>	<i>25,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,1%</i>		
Coste de ventas	(40,2)	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(105,5)	(115,6)	(125,4)	(134,4)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>102,9</b>	<b>91,9</b>	<b>109,0</b>	<b>145,2</b>	<b>178,1</b>	<b>196,5</b>	<b>212,0</b>	<b>230,4</b>	<b>14,7%</b>	<b>9,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,9%</i>	<i>68,5%</i>	<i>64,4%</i>	<i>64,3%</i>	<i>62,8%</i>	<i>63,0%</i>	<i>62,8%</i>	<i>63,2%</i>		
Gastos de personal	(39,5)	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(68,0)	(72,6)	(77,6)	(83,0)		
Otros costes de explotación	(29,5)	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(48,1)	(51,4)	(55,1)	(59,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,2</b>	<b>62,0</b>	<b>72,5</b>	<b>79,3</b>	<b>88,2</b>	<b>16,3%</b>	<b>12,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>25,7%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>37,8%</i>	<i>23,6%</i>	<i>16,9%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,9%</i>	<i>23,2%</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>32,8</b>	<b>29,8</b>	<b>35,7</b>	<b>50,2</b>	<b>62,0</b>	<b>72,5</b>	<b>79,3</b>	<b>88,2</b>	<b>17,3%</b>	<b>12,5%</b>
Depreciación y provisiones	(21,7)	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(33,4)	(42,4)	(46,5)	(48,4)		
Gastos capitalizados	7,7	6,3	7,2	8,0	10,0	10,7	10,0	10,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,9)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(16,2)	(16,2)	(16,2)	(16,2)		
<b>EBIT</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>17,0</b>	<b>22,4</b>	<b>24,7</b>	<b>26,6</b>	<b>34,1</b>	<b>19,8%</b>	<b>15,0%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>25,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>43,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>32,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>28,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	0,8	-	-	-		
Resultado financiero neto	(13,0)	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(16,3)	(17,3)	(16,9)	(14,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,7	0,3	0,2	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>19,4</b>	<b>62,7%</b>	<b>40,9%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>12,7%</i>	<i>161,2%</i>	<i>316,4%</i>	<i>101,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>30,9%</i>	<i>98,7%</i>		
Extraordinarios	44,9	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>43,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>19,4</b>	<b>-36,8%</b>	<b>40,9%</b>
Impuestos	(3,5)	0,3	(0,8)	0,8	2,1	3,0	2,4	(1,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>8,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>		
Minoritarios	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>40,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,4</b>	<b>12,2</b>	<b>17,4</b>	<b>-31,0%</b>	<b>24,3%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-97,1%</i>	<i>130,4%</i>	<i>193,1%</i>	<i>17,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>43,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>17,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>35,8%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-128,6%</i>	<i>795,1%</i>	<i>70,3%</i>	<i>118,1%</i>	<i>0,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>78,8%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>72,5</b>	<b>79,3</b>	<b>88,2</b>	<b>16,3%</b>	<b>12,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,7)	(6,7)	(6,7)		
Var.capital circulante						(1,7)	(2,9)	(2,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>64,2</b>	<b>69,6</b>	<b>78,7</b>	<b>27,1%</b>	<b>7,2%</b>
CAPEX						(71,9)	(60,1)	(64,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(17,3)	(16,9)	(14,8)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(25,0)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-80,9%</b>	<b>80,7%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(11,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(36,0)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-34,8%</b>	<b>82,9%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>36,0</b>	<b>7,4</b>	<b>0,3</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,2</b>	<b>62,0</b>	<b>72,5</b>	<b>79,3</b>	<b>88,2</b>	<b>26,2%</b>	<b>12,5%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-9,0%	18,0%	37,8%	23,6%	16,9%	9,3%	11,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	23,0%	21,5%	22,2%	21,9%	23,2%	23,5%	24,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,7)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(6,7)	(6,7)	(6,7)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(5,8)	(10,9)	8,5	(1,7)	(2,9)	(2,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>32,8</b>	<b>63,8</b>	<b>64,2</b>	<b>69,6</b>	<b>78,7</b>	<b>34,3%</b>	<b>7,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	7,8%	-6,5%	33,1%	94,6%	0,6%	8,5%	13,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	19,6%	14,6%	14,5%	22,5%	20,6%	20,6%	21,6%		
- CAPEX	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,7)	(4,5)	(9,6)	(15,5)	(17,3)	(16,9)	(14,8)		
- Impuestos	(0,7)	(0,9)	0,8	(1,9)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(26,8)</b>	<b>(46,0)</b>	<b>(25,0)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<i>n.a.</i>	<b>80,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	20,3%	-247,8%	-125,4%	-71,4%	45,6%	70,6%	95,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,0)	(0,7)	7,7	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(5,6)	(8,7)	(6,2)	(19,9)	(11,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(10,1)</b>	<b>(21,3)</b>	<b>(25,3)</b>	<b>(65,9)</b>	<b>(36,0)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-86,9%</b>	<b>82,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-119,9%	-110,9%	-18,7%	-160,8%	45,4%	79,5%	95,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(26,8)</b>	<b>(46,0)</b>	<b>(25,0)</b>	<b>(7,4)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(2,1)	8,1	12,2	12,8	6,2	5,9	6,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,9)	(2,5)	1,5	(1,0)	4,3	0,9	2,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(3,0)</b>	<b>5,6</b>	<b>13,8</b>	<b>11,8</b>	<b>10,5</b>	<b>6,7</b>	<b>9,0</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,3	(1,3)	(0,5)	(0,2)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,6	(6,0)	(5,1)	19,4	(10,1)	(1,3)	0,1		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,1</b>	<b>31,0</b>	<b>0,4</b>	<b>5,5</b>	<b>9,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,7)	(8,7)	(19,7)	(41,5)	20,4	11,8	(4,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,2)	2,1	(5,1)	(5,9)	(1,7)	0,4	2,1		
+/- Variación de impuestos	0,8	(0,2)	1,7	(2,7)	1,9	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,9</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(14,9)</b>	<b>(19,2)</b>	<b>21,0</b>	<b>17,7</b>	<b>7,0</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(26,8)</b>	<b>(46,0)</b>	<b>(25,0)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(0,3)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>17,0</b>	<b>22,4</b>	<b>24,7</b>	<b>26,6</b>	<b>34,1</b>	<b>43,8%</b>	<b>15,0%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	23,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(2,5)	-	-	-	-	(3,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,2</b>	<b>62,0</b>	<b>72,5</b>	<b>79,3</b>	<b>88,2</b>	<b>26,2%</b>	<b>12,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,7)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(6,7)	(6,7)	(6,7)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(5,8)	(10,9)	8,5	(1,7)	(2,9)	(2,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>32,8</b>	<b>63,8</b>	<b>64,2</b>	<b>69,6</b>	<b>78,7</b>	<b>34,3%</b>	<b>7,2%</b>
- CAPEX	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(2,5)	-	-	-	-	(3,4)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>3,9</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(18,0)</b>	<b>(28,6)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>9,5</b>	<b>11,0</b>	<i>n.a.</i>	<b>33,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	47,4%	-329,8%	-100,8%	-58,3%	72,9%	222,7%	16,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	3,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(5,6)	(8,7)	(6,2)	(19,9)	(11,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(17,7)</b>	<b>(24,2)</b>	<b>(48,5)</b>	<b>(18,8)</b>	<b>9,5</b>	<b>11,0</b>	<i>n.a.</i>	<b>30,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-102,9%	-918,6%	-36,8%	-100,5%	61,3%	150,8%	16,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,4%	2,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,4%	2,8%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)**

**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	120,2	
+ Minoritarios	2,1	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	35,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	246,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	2,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>401,7</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e	
Total Ingresos	139,6	120,8	103,9	105,1	105,2	116,4	143,1	134,1	169,1	225,8	283,6	312,1	337,4	364,9	7,3%	8,8%	
Cto. Total ingresos	-30,5%	-13,5%	-14,0%	1,2%	0,0%	10,7%	22,9%	-6,3%	26,1%	33,5%	25,6%	10,1%	8,1%	8,1%			
EBITDA	10,9	5,0	4,8	6,1	14,1	22,4	32,8	29,8	35,7	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	19,0%	12,5%	
Cto. EBITDA	-44,4%	-54,6%	-4,1%	27,6%	133,2%	58,7%	46,0%	-8,9%	19,8%	40,4%	23,6%	16,9%	9,3%	11,3%			
EBITDA/Ingresos	7,8%	4,1%	4,6%	5,8%	13,4%	19,3%	22,9%	22,2%	21,1%	22,2%	21,9%	23,2%	23,5%	24,2%			
Beneficio neto	(61,3)	(17,1)	(28,3)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	40,0	1,1	2,6	7,7	9,1	10,4	12,2	17,4	7,9%	24,3%	
Cto. Beneficio neto	52,1%	72,2%	-65,7%	79,4%	-91,5%	30,5%	616,5%	-97,1%	130,4%	193,1%	17,7%	14,8%	16,9%	43,0%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6			
BPA (EUR)	-10,45	-2,64	-1,16	-0,13	-0,26	-0,18	1,11	0,02	0,03	0,08	0,10	0,11	0,13	0,18	7,2%	24,3%	
Cto. BPA	52,1%	74,7%	56,2%	88,4%	-90,8%	30,5%	n.a.	-98,4%	61,2%	n.a.	17,7%	14,8%	16,9%	43,0%			
BPA ord. (EUR)	-10,45	-2,64	-1,16	-0,13	-0,26	-0,18	-0,01	0,03	0,03	0,07	0,07	0,08	0,10	0,18	7,2%	35,8%	
Cto. BPA ord.	52,1%	74,7%	56,2%	88,4%	-90,8%	30,5%	95,8%	n.a.	19,1%	n.a.	0,8%	7,0%	30,9%	78,8%			
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)			
CAPEX/Vtas %	0,5%	0,2%	0,2%	22,6%	29,8%	19,7%	15,2%	16,7%	18,4%	22,5%	32,6%	23,0%	17,8%	17,6%			
Free Cash Flow	42,0	38,4	16,5	(2,6)	(14,2)	11,4	50,8	(10,1)	(21,3)	(25,3)	(65,9)	(36,0)	(7,4)	(0,3)	-13,6%	82,9%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	32,5x	n.a.	n.a.	27,1x	12,3x	7,8x	3,7x	3,6x	4,1x	3,6x	4,0x	3,9x	3,7x	3,3x			
PER (x)	n.a.	66,1x	53,8x	13,1x	12,3x	11,5x	9,9x	6,9x									
EV/Vtas (x)	2,67x	2,65x	2,64x	2,32x	2,54x	1,98x	1,20x	1,62x	1,67x	1,59x	1,41x	1,29x	1,19x	1,10x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	34,2x	n.a.	n.a.	40,2x	18,9x	10,3x	5,3x	7,3x	7,9x	7,1x	6,4x	5,5x	5,1x	4,6x			
Comport. Absoluto	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	31,1%	-28,8%	10,8%	7,6%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	21,5%	-24,6%	-9,7%	8,7%					

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

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

Datos Mercado	Europa					USA				GAM	
	EUR Mn	Ashtead Group	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group	Average	United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.		
Ticker (Factset)		AHT-GB	VP-GB	SDY-GB	HSS-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US	GAM-ES	
País		UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA	Spain	
Market cap		29.044,5	247,6	143,6	75,3		43.045,7	4.152,7	1.903,5	120,2	
Enterprise value (EV)		39.238,0	473,0	365,4	203,6		54.411,1	8.226,1	3.387,1	401,7	
Información financiera básica	Total Ingresos	11.053,7	444,2	523,2	417,3		13.840,7	3.200,2	1.454,7	312,1	
	Cto.Total Ingresos	9,8%	2,3%	4,6%	3,5%	5,0%	4,5%	5,5%	7,1%	5,7%	10,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,9%	3,5%	4,9%	n.a.	5,8%	4,9%	9,8%	3,9%	6,2%	8,1%
	EBITDA	5.083,2	132,4	124,4	78,3		6.497,5	1.441,7	672,8		72,5
	Cto. EBITDA	10,8%	12,1%	8,0%	4,2%	8,8%	6,0%	10,0%	5,9%	7,3%	16,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,0%	1,7%	5,7%	n.a.	5,5%	5,1%	11,1%	5,2%	7,1%	10,3%
	EBITDA/Ingresos	46,0%	29,8%	23,8%	18,8%	29,6%	46,9%	45,0%	46,3%	46,1%	23,2%
	EBIT	2.914,1	59,1	50,5	30,4		3.825,8	694,1	279,8		24,7
	Cto. EBIT	11,4%	51,2%	17,6%	8,3%	22,1%	7,4%	13,3%	8,4%	9,7%	10,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,3%	3,1%	16,2%	n.a.	9,9%	7,0%	13,9%	6,6%	9,2%	17,5%
	EBIT/Ingresos	26,4%	13,3%	9,7%	7,3%	14,1%	27,6%	21,7%	19,2%	22,9%	7,9%
	Beneficio Neto	1.797,4	33,8	21,0	11,3		2.451,7	358,3	164,3		10,4
	Cto. Beneficio Neto	13,0%	25,7%	30,4%	15,5%	21,2%	9,5%	11,7%	5,0%	8,7%	14,8%
2y TACC (2024e - 2026e)	12,4%	7,8%	20,2%	n.a.	13,5%	7,3%	19,2%	5,8%	10,8%	29,3%	
CAPEX/Ventas	28,7%	11,2%	5,5%	8,4%	13,4%	21,0%	28,3%	18,8%	22,7%	23,0%	
Free Cash Flow	1.060,7	30,9	24,8	10,1		2.016,9	233,5	125,3		(36,0)	
Deuda financiera Neta	8.790,4	176,7	174,9	50,3		9.922,1	3.297,6	1.360,5		282,1	
DN/EBITDA (x)	1,7	1,3	1,4	0,6	1,3	1,5	2,3	2,0	1,9	3,9	
Pay-out	25,2%	53,4%	55,4%	43,6%	44,4%	14,8%	14,7%	22,3%	17,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,0	7,1	6,5	7,0	9,2	16,1	11,4	11,6	13,0	11,5
	P/BV (x)	4,3	1,2	0,6	n.a.	2,0	5,1	n.a.	3,2	4,2	1,1
	EV/Ingresos (x)	3,5	1,1	0,7	0,5	1,5	3,9	2,6	2,3	2,9	1,3
	EV/EBITDA (x)	7,7	3,6	2,9	2,6	4,2	8,4	5,7	5,0	6,4	5,5
	EV/EBIT (x)	13,5	8,0	7,2	6,7	8,9	14,2	11,9	12,1	12,7	16,3
	ROE	26,6	17,2	9,6	n.a.	17,8	31,9	n.a.	27,5	29,7	9,7
	FCF Yield (%)	3,7	12,5	17,3	13,3	11,7	4,7	5,6	6,6	5,6	n.a.
	DPA	1,03	0,46	0,02	0,01	0,38	5,30	1,84	1,02	2,72	0,00
Dvd Yield	1,6%	7,4%	7,7%	6,6%	5,8%	0,8%	1,3%	1,9%	1,3%	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).

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institodeanalistas.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institodeanalistas.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## 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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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 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
01-Mar-2024	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
10-Nov-2023	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Ago-2023	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	1,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
02-May-2023	n.a.	1,45	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
30-Mar-2023	n.a.	1,38	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	1,22	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
02-Nov-2022	n.a.	1,06	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
05-Ago-2022	n.a.	1,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
29-Abr-2022	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
28-Feb-2022	n.a.	1,31	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
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

