

Alquiler (ALQ), es una compañía especializada en el alquiler de vehículos para uso comercial e industrial bajo el modelo de renting flexible en España (donde genera el 100% de su actividad). Con una flota a cierre de 2021e de c. 13.000 vehículos, ALQ cuenta con una posición de referencia en el sector (con 23 delegaciones propias en España y una cuota de mercado de c. 15%). Controlada por la familia Acebes, plenamente involucrada en la gestión.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

Una combinación poco usual: alto crecimiento a bajos múltiplos

UNA HISTORIA DE CRECIMIENTO... durante el período 17-21e todas las partidas del P&L crecen a doble dígito de forma orgánica: Ingresos y EBITDA, +24,3% y +24,5% TACC. Sin llevar a la compañía a ratios de endeudamiento elevados (DN/EBITDA <3x; pese al importante esfuerzo inversor para el crecimiento de su flota para el crecimiento de su flota de vehículos).

...QUE ESPERAMOS QUE CONTINÚE. El escenario que planteamos es el de consolidar facturación de c. EUR 120Mn en 2024e (+16% TACC 21e-24e). Por varias razones: (i) apalancamiento sobre una red comercial ya creada (la expansión geográfica ya está "hecha"), (ii) producto/servicio con capacidad de ganar cuota de mercado de forma sistemática (c. 15% en 2021e; +7p.p. desde 2018) y (iii) convergencia del mercado español de renting a tasas de penetración similares a las vistas en otros países de Europa (c. 2,5% en España vs 4,5% en UK), un driver de crecimiento muy potente apoyado por "macro-tendencias" (transición del pago por posesión al pago por uso).

CON CAPACIDAD DE SOSTENER (O MEJORAR LIGERAMENTE) SUS MÁRGENES. Pese a su bajo apalancamiento operativo, consideramos que ALQ ofrece cierta capacidad de mejora en márgenes (resultado del rápido crecimiento de su red comercial; apertura de 6 delegaciones desde enero 2020, algunas aún en fase de "despegue"). Lo que debiera permitir alcanzar un Mg. EBITDA de c. 57% en 2024e (vs 54% actual).

EN UN NEGOCIO (TODAVÍA) EXIGENTE EN TÉRMINOS DE CAPEX. Pese al escenario de fuerte inversión que planteamos (Capex/Vtas > 70%; que impedirá generar FCF positivo durante el período 21e-24e), estimamos niveles de DN/EBITDA < 3x. Si elevamos la vista más allá de 2024e, consideramos que ALQ entraría en una nueva fase caracterizada por la racionalización del CAPEX (c. 50-60% s/Vtas), que haría posible estimar una generación de FCF positivo en 2025e: ¿FCF Rec. 2025e de c. EUR 4Mn? Lo que se traduciría en un FCF yield (a precios actuales) del +13%.

CON MUY BAJOS MÚLTIPLOS. La combinación de crecimiento y valor parece clara en ALQ (PER 21e c. 7x vs Cto. TACC BPA 24e/21e c. 10%). Pese al performance de la acción (+15,6% -12m), cotiza con fuerte descuento frente a su principal comparable (PER 22e c. 8x de Northgate). Sin riesgo geográfico (100% ingreso en España).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	31,2	33,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	146,5	159,4
Número de Acciones (Mn)	5,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,00 / 5,22 / 4,62	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	5,2	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Miguel Ángel Acebes Acebes	37,3
Miguel Acebes Moreno	16,4
Marianela Acebes Moreno	16,4
Free Float	29,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021e	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,6	5,6	5,6	5,6
Total Ingresos	76,0	93,2	108,5	118,8
EBITDA Rec. ⁽³⁾	41,2	51,3	59,8	67,4
% Var.	28,6	24,6	16,5	12,8
% EBITDA Rec./Ing.	54,1	55,1	55,1	56,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	23,6	19,0	10,2	8,4
Beneficio neto	4,6	5,4	5,8	6,0
BPA (EUR)	0,82	0,96	1,03	1,07
% Var.	86,0	17,3	6,8	3,4
BPA ord. (EUR)	0,82	0,96	1,03	1,07
% Var.	86,9	17,3	6,8	3,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-32,8	-24,9	-15,0	-8,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	122,9	147,8	162,8	171,4
DN / EBITDA Rec. (x)	3,0	2,9	2,7	2,5
ROE (%)	16,9	16,9	15,4	13,8
ROCE (%) ⁽⁵⁾	5,1	4,9	4,6	4,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	6,8	5,8	5,4	5,2
PER Ordinario	6,8	5,8	5,4	5,2
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,93	1,57	1,35	1,23
EV/EBITDA Rec.	3,6	2,9	2,5	2,2
EV/EBIT	15,6	13,0	11,9	11,3
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-7,5	8,8	15,6	11,0	-2,6	n.a.
vs Ibex 35	3,1	18,5	25,4	24,3	14,2	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-5,2	10,3	26,9	15,7	-18,5	n.a.
vs Eurostoxx 50	9,0	31,4	24,1	36,1	-8,8	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	4,3	34,4	23,2	40,2	-22,3	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) ALQ presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

(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.

Alquiber (ALQ) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

En plena fase de crecimiento: Ingresos y BPA: +16% y +9% TACC 2021e-2024e. Cotizando a PER 2022e 6x

Alquiler (ALQ) es una compañía especializada en el alquiler de vehículos para uso comercial e industrial bajo el modelo de renting flexible. A cierre del 1S21 contaba con una flota > 11.800 vehículos (+13% vs 2020), manteniendo una posición de referencia en el sector en España (cuota de mercado de c. 15% vs c. 8% en 2018).

Especializada en el alquiler de vehículos para uso comercial e industrial bajo el modelo de renting flexible

ALQ cuenta con un modelo de negocio propio y diferencial, caracterizado esencialmente por: (i) especialización en un nicho de mercado (renting flexible), (ii) foco en ofrecer vehículos con alto valor añadido (con mejores prestaciones y potencia, adaptados a las necesidades de sus clientes), (iii) proximidad geográfica (con la segunda mayor red de delegaciones de renting flexible en España; una de las principales barreras de entrada del sector) y (iv) calidad del servicio (y flexibilidad, garantizando disponibilidad del vehículo cuando sea necesario; un factor diferencial frente al renting tradicional). En definitiva, un negocio que permite a ALQ “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes, lo que aporta recurrencia (y resta ciclicidad al negocio).

Pero, ¿cómo gana dinero ALQ? A priori parece un negocio fácil de entender: ALQ compra vehículos (financiando la adquisición a 36 meses), los alquila durante un período en torno a los 42 y 48 meses y, posteriormente, los vende en el mercado de vehículos de ocasión (lo que permite recuperar c. 50% del coste de adquisición, incrementar la rentabilidad obtenida por el negocio de alquiler y autofinanciar el crecimiento de su flota). Lo anterior se traduce en un negocio de elevado ROE (c. 15%) pero de bajo ROCE (c. 5%; presionado por el elevado CAPEX necesario para el continuo crecimiento de su flota).

Ahora toca preguntarse qué cabe esperar para el futuro más próximo de la compañía. Contestar a esa pregunta exige un mínimo análisis de lo ocurrido durante los últimos años, lo que dará criterio a la hora de valorar si esta “historia de crecimiento” es sostenible en el largo plazo.

A) Una historia de crecimiento remarcable (Ingresos 17-21e: +24,3% TACC), sin perder el foco en la rentabilidad (Mg. EBIT c. 11%) y con una deuda asumible (DN/EBITDA < 3x)

Durante los últimos años, ALQ presenta un sólido track record desde un punto de vista de generación de negocio y actividad. En concreto, destacamos:

Un modelo de negocio validado con el que ALQ incrementa sistemáticamente su cuota de mercado (hoy c. 15%)

Ingresos y EBITDA 2017-2021e: +24,3% y + 24,5% TACC, con unos márgenes razonables (Mg. EBIT c. 11%)

Y pese al importante esfuerzo inversor, mantiene un apalancamiento razonable (siempre < 3x DN/EBITDA)

- **Expansión de su presencia física en toda la geografía española (con 23 delegaciones a fecha de este informe).** Uno de los pilares “clave” del modelo de negocio de ALQ es la proximidad al cliente. Conocedora de su mercado (> 30 años de experiencia en el sector) la familia Acebes (propietaria del 70% del capital) comienza a expandir su red comercial en 2010, alcanzando las 12 delegaciones en 2018. Una estrategia de crecimiento que coge velocidad a partir de 2018 (año de salida a bolsa de ALQ): con 11 aperturas hasta las 23 delegaciones actuales (sólo por detrás de las 27 de Northgate; líder en España con una cuota de mercado de c. 47%).
- **Fuerte crecimiento de su flota de vehículos.** La expansión de su presencia geográfica se ve acompañada por un crecimiento significativo del tamaño de su flota, hasta situarla por encima de los 11.800 vehículos a cierre del 1S21 (+13% vs diciembre 2020; +24% TACC 2017-2020).
- **Lo que permite que durante el período 2017-2021e todas las partidas de la cuenta de resultados crecieran a doble dígito...** Ingresos y EBITDA, +24,3% y +24,5% TACC 17-21e, respectivamente (apalancamiento operativo de c. 1x, lo que implica una menor capacidad de transformar el fuerte crecimiento en ingresos a EBITDA y FCF). Manteniendo un Mg. EBITDA del 54%.
- **... y un incremento sistemático de su cuota de mercado (c. 15% en 2021e).** El elevado crecimiento orgánico de ALQ (con un diferencial de crecimiento positivo frente a su sector en España) le ha permitido incrementar de forma sistemática su cuota de mercado hasta c. 15% en 2021e (casi duplicando su cuota desde 2017).
- **Manteniendo un apalancamiento razonable (a pesar del importante esfuerzo inversor).** Pese al elevado CAPEX necesario para hacer crecer su flota (CAPEX/Vtas medio -5y: c. 90%), todo este crecimiento ha podido financiarse sin llevar a la compañía a ratios de endeudamiento muy elevados, manteniendo en todo momento DN/EBITDA < 3x (en línea con los niveles vistos en el sector). Lo que garantiza estabilidad financiera y flexibilidad para continuar creciendo de forma sostenida.

B) 2021e-2024e: ¿Y ahora qué? Bien posicionada para seguir creciendo a ritmos de doble dígito (Ingresos 21e-24e: +16% TACC), manteniendo márgenes (Mg. EBIT c. 11%)

Nos encontramos ante una auténtica “historia de crecimiento”. Y lo más importante, que esperamos que continúe. Llegados a este punto, la pregunta lógica es si lo visto durante los últimos años es sostenible. Y, en nuestra opinión, ALQ se encuentra bien posicionada para seguir creciendo a ritmos de doble dígito. Por varias razones:

- **Sólida posición competitiva. Y capacidad probada para seguir incrementando su cuota de mercado.** En la actualidad, ALQ cuenta con la segunda mayor red comercial en España (23 delegaciones frente a las 27 de Northgate). Lo que a nuestro juicio no sólo “protege” su negocio (al ser una de las principales barreras de entrada del sector) sino que debiera permitirle seguir incrementando su cuota sin necesidad de hacer crecer de forma significativa su estructura comercial.
- **Negocio con un elevado componente recurrente...** La naturaleza del negocio de ALQ le permite “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes (que externalizan la gestión de sus flotas de vehículos). Lo que aporta recurrencia y resta ciclicidad a la compañía (lo visto en 2020 es un ejemplo: pese a la fuerte contracción del -10,8% del PIB en España, ALQ incrementó sus ingresos un +15,8%).
- **... y bien diversificado.** ALQ cuenta con una base de clientes bien diversificada, lo que implica que no hay sobrexposición a ningún cliente (los 20 mayores clientes por volumen de ingresos representan < 30% de la facturación) o sector (sin exposición > 20% a un sector determinado).
- **En un sector que ofrece potencial para seguir creciendo.** Pese al crecimiento del sector del renting de vehículos (flota de vehículos de renting en España: +9,2% TACC 2013-2020), aún supone sólo el 2,5% del parque total de vehículos en España. Lo que aparece como una opción real de beneficiarse de la convergencia del mercado español a ratios similares a UK o Francia (en niveles de c. 4%-4,5%). Y con el apoyo de “macrotendencias” (transición del pago por posesión al pago por uso).
- **Y con potencial de sostenimiento (o cierta mejora) en márgenes.** El rápido crecimiento de su red comercial (11 aperturas desde 2018, 6 desde enero 2020) implica que algunas de sus delegaciones aún se encuentren en fase de “despegue” (lo que debiera permitir una ligera mejora de márgenes a medida que éstas alcanzan niveles de utilización y capacidad óptimos).

Un negocio con capacidad de seguir creciendo a ritmos de doble dígito

Ingresos y EBITDA 21e-24e: +16,0% y +17,9%, respectivamente

Con capacidad de aspirar a niveles de cuota de mercado de c. 20% en 2024e (vs c. 15% actual)

¿Cuál es el escenario central que hay detrás de nuestras proyecciones 2021e-2024e? El escenario que planteamos para el período analizado debiera permitir a ALQ aspirar a: (i) continuar creciendo a doble dígito en ingresos (+16% TACC 2021e-2024e), (ii) manteniendo márgenes, en el peor de los casos (c. 11% s/EBIT) y (iii) con unas métricas de apalancamiento razonables (DN/EBITDA 2022e c. 2,9x, que se reduce a niveles de c. 2,5x en 2024e, pese al elevado CAPEX estimado necesario para seguir creciendo en flota; c. 80% s/Vtas).

En términos cuantitativos, lo anterior se traduce en niveles de ingresos de c. EUR 120Mn en 2024e (+16% TACC 2021e-2024e), EBITDA de EUR 67,4Mn (Mg. EBITDA 56,7% vs 54,1% en 2021e; vs 60% de Northgate en España) y EBIT de EUR 13Mn (Mg. EBIT c. 11%; presionado por una elevada amortización de c. 18% s/activo bruto). Aunque quizás lo más interesante sea que llegado ese momento (2024e), estimamos que ALQ debiera alcanzar una flota de c. 20.000 vehículos (Tabla 1), lo que situaría su cuota de mercado en c. 20% (vs c. 15% actual).

Tabla 1. Principales Indicadores (2017-2024e)

EUR Mn	2017	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC	
								17-21e	21e-24e
Renting	26,5	43,6	50,4	64,0	78,2	90,1	101,0	24,7%	16,4%
Venta de Vehículo de Ocasión	5,4	7,3	8,5	12,1	14,9	18,5	17,9	22,5%	14,0%
Total Revenues	31,8	50,9	58,9	76,0	93,2	108,5	118,8	24,3%	16,0%
Cto. Total ingresos	34,9%	22,9%	15,8%	29,0%	22,5%	16,5%	9,5%		
EBITDA recurrente	17,2	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	24,4%	17,9%
Cto. EBITDA recurrente	29,9%	23,8%	16,7%	28,6%	24,6%	16,5%	12,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	53,9%	53,9%	54,3%	54,1%	55,1%	55,1%	56,7%		
EBIT	4,8	6,1	5,9	9,4	11,3	12,3	12,9	18,0%	11,2%
EBIT / Ingresos	15,2%	11,9%	10,0%	12,3%	12,1%	11,3%	10,9%		
Deuda financiera neta	51,0	78,0	89,4	122,9	147,8	162,8	171,4		
DN/EBITDA	3,0x	2,8x	2,8x	3,0x	2,9x	2,7x	2,5x		
Otros indicadores									
Tamaño a cierre (vehículos)	5.724	9.008	10.394	13.100	15.474	17.423	19.458	23,0%	14,1%
Flota media (vehículos)	5.098	8.111	9.701	11.747	14.287	16.448	18.440	23,2%	16,2%
Cto. de la flota media	27,6%	25,4%	19,6%	21,1%	21,6%	15,1%	12,1%		
Tasa de utilización (%)	91,0%	91,6%	89,8%	90,5%	91,0%	91,0%	91,0%		
Número de vehículos comprados	2.087	3.014	2.764	4.480	4.570	4.661	4.661		
Número de vehículos vendidos	835	1.219	1.378	1.774	2.196	2.713	2.626		

C) En conclusión: una combinación de alto crecimiento, capacidad de sostener márgenes y con una deuda asumible. ¡Y cotizando a PER 22e de 6x! Pero... ¿Y en el más largo plazo?

En definitiva, lo interesante es que la combinación de alto crecimiento en ingresos con capacidad de sostener márgenes (en el peor de los casos) tiene un racional sólido para el período 2021e-2024e. Es decir, no es un “artificio” del modelo de excel, sino que es la hipótesis más lógica; ¿Por qué?

ALQ combina la capacidad de seguir creciendo en ingresos (+16% TACC 21e-24e) ...

...con capacidad de sostener márgenes (Mg. EBIT c. 11%)

- **¿Capacidad de seguir creciendo con fuerza en ingresos?** Por varias razones, entre las que destacamos: (i) apalancamiento sobre una red de delegaciones ya creada (la expansión geográfica ya está “hecha”), (ii) producto/servicio de ALQ con capacidad de ganar cuota de mercado de forma sistemática (algo que ha quedado demostrado con creces durante el período 2017-2021e) y (iii) opción adicional de convergencia del mercado español de renting de vehículos a tasas de penetración similares a las vistas en Europa.
- **¿Capacidad de sostener (o mejorar ligeramente) sus márgenes?** Pese al bajo apalancamiento operativo del negocio (históricamente con crecimientos en EBITDA similares al crecimiento en ingresos), en nuestra opinión, ALQ aún ofrece cierta capacidad de mejora en sus márgenes. Por dos razones: (i) mejora de rentabilidad de las delegaciones abiertas en los últimos años y todavía en fase de despegue (apertura de 11 delegaciones desde 2018 y 6 desde enero 2020) y (ii) “catch up” en rentabilidad con Northgate, líder del mercado y su principal competidor en España (Mg. EBITDA ALQ 2022e 55% vs c. 60% Northgate España).

Y una deuda razonable (DN/EBITDA < 3x). Lo que garantiza estabilidad financiera

En definitiva, ALQ puede ser vista como una compañía con una posición de referencia en un “nicho” en pleno crecimiento (renting flexible), combinando un alto crecimiento con capacidad de sostener sus márgenes (“ya” hoy atractivos: Mg. EBIT c. 11%), sin riesgo de balance (lo que garantiza estabilidad financiera y flexibilidad para continuar creciendo de forma orgánica) y controlada y gestionada por un equipo con elevada experiencia en el sector. Adicionalmente, y por encima de la realidad “micro” de la propia compañía, ALQ se encuentra dentro de un sector que ofrece potencial para seguir creciendo con el empuje de macro-tendencias (tendencia a la externalización de flotas de vehículos comerciales, transición del pago por posesión al pago por uso...): un driver de crecimiento sistémico al que el inversor puede apalancarse con ALQ.

En un negocio (todavía) exigente en términos de CAPEX

¿Y en el más largo plazo? A nuestro juicio ALQ debiera alcanzar su madurez “teórica” a partir de 2025e, momento en que estimamos que alcance una cuota de mercado > 20%. En ese contexto, el negocio entraría en una nueva fase caracterizada por: (i) un menor crecimiento (5-8% frente > 15% actual), (ii) la consolidación de un margen EBIT de c. 13%-15% (en línea con Northgate) y (iii) la racionalización del CAPEX a niveles de c. 50-60% s/Vtas (lo que debiera permitir el paso a generar un free cash flow positivo, pese a mantener el crecimiento de su flota de vehículos).

Tabla 2. ALQ a través de sus diferentes fases de negocio

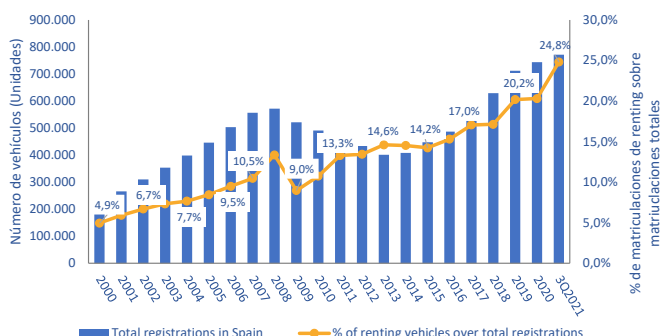
FASE DEL NEGOCIO	INVERSIÓN	CONSOLIDACIÓN	MADUREZ "TEÓRICA"
	2017-2020	2021e-2024e	2025e en adelante
Cto. Total ingresos	22,8%	16,0%	5%-8%
% Ingresos Renting	85%	84,0%	80%
% Ingresos venta V.O.	15%	16,0%	20%
% Mg. EBITDA	53,9%	56,0%	58%-60%
% Mg. EBIT	12,6%	12,0%	13%-15%
ROCE	<5%	4.5%-5%	10%
CAPEX/Vtas	91,1%	78,6%	50%-60%
Free Cash Flow	NEGATIVO	NEGATIVO	POSITIVO
DN/EBITDA	2,8x	2,5x	<2x
Flota media (vehículos)	7.345	15.231	>20,000
Cuota de mercado	8%-13%	15%-20%	>20%

Cotizando a PER 2022e 6x: la combinación de crecimiento (sin riesgo geográfico) y valor parece clara

¿Qué nos dice el precio de la acción? Todo lo anterior constituye, en sí mismo, el equity story de ALQ. Aunque quizás lo más interesante sea que los múltiplos actuales coticen “ya” con descuento frente a su principal comparable (PER 22e de 6x frente a c. 8x de Northgate), a lo que habría que añadir un ingrediente adicional: la capacidad de ALQ de seguir creciendo más que su sector (cto. Ingresos 22e-24e: +12,9% vs c. 2% de Northgate; para más detalle ver anexo 5 de este informe). Más allá del obvio riesgo macro o regulatorio, inherente a cualquier negocio (especialmente en la difícil situación actual), el mix de ingresos de ALQ (100% doméstico) implica un nulo riesgo geográfico (el crecimiento estimado (21e-24e) pivota exclusivamente sobre el mercado español). El comportamiento del valor (+11% YTD; +24% vs Ibex 35) confirmaría la defensividad de ALQ en el entorno actual.

La compañía en 8 gráficos

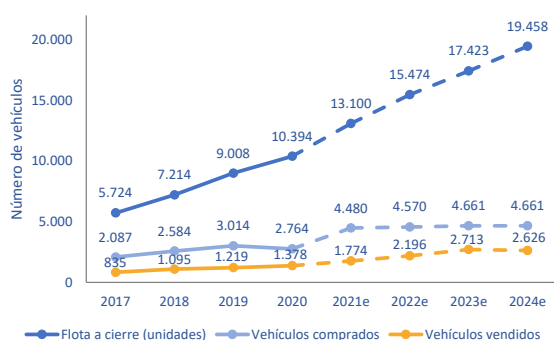
Renting de vehículos: Un sector en crecimiento en España...



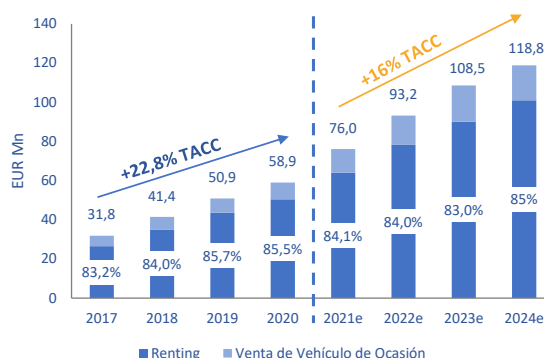
...donde ALQ cuenta con elevada presencia (23 delegaciones)



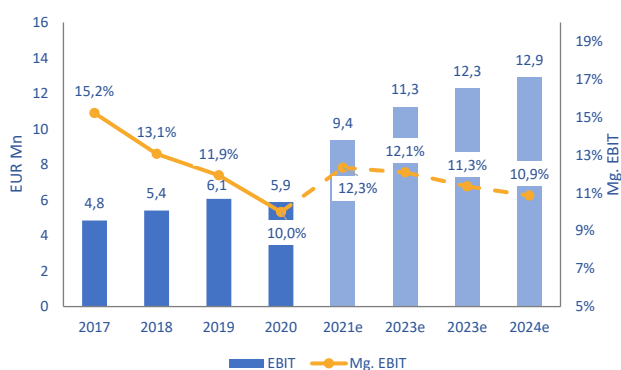
Con una flota de vehículos en continuo crecimiento (+14% TACC 21e-24e)



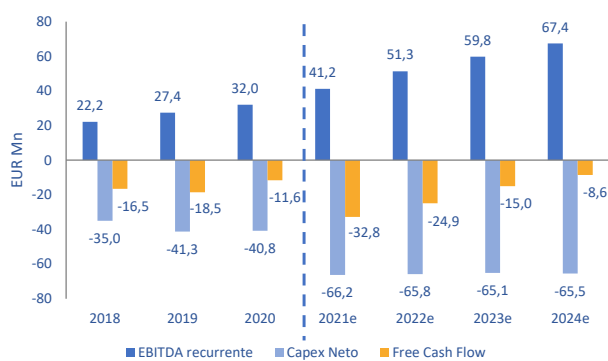
Que permitirá seguir creciendo en ingresos (+16% TACC 21e-24e)



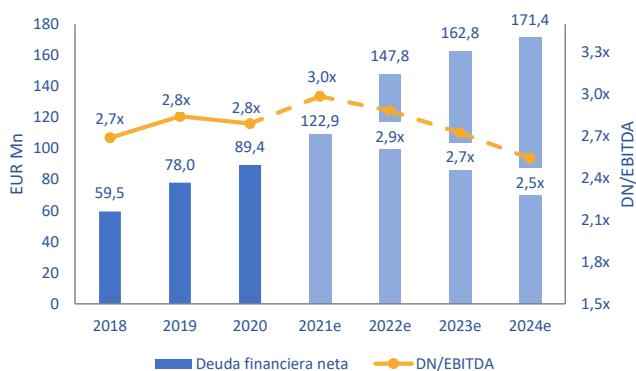
Manteniendo un Mg. EBIT de c. 11%



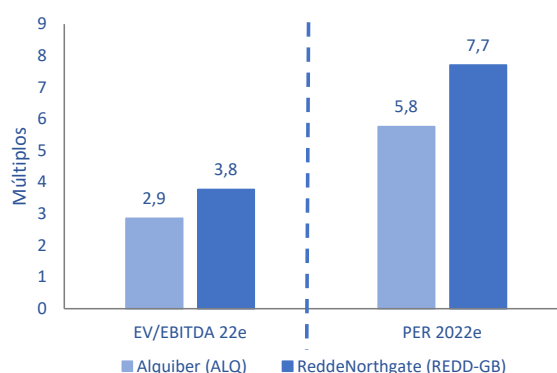
FCF: Un negocio (todavía) exigente en términos de CAPEX



Y pese al esfuerzo inversor, con una deuda controlada (DN/EBITDA < 3x)



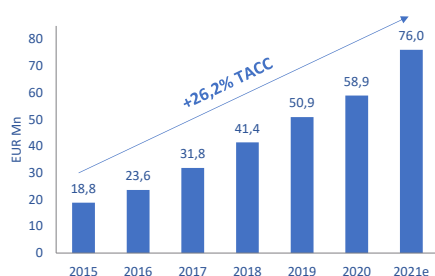
Cotizando a PER 2022e c. 6x (vs c. 8x de su principal comparable)



Descripción del negocio

Alto crecimiento orgánico (+26,2% TACC 2015-2021e), rentable (Mg. EBIT > 10%) y con una deuda asumible (DN/EBITDA c. 3x)

Gráfico 1. Ingresos (2015-2021e)



Los ingresos 2021e toman como referencia el avance de resultados 2021 publicado por ALQ en febrero 2022.

Alquiler (ALQ) es una compañía española (Mkt. Cap c. EUR 31Mn) con sede en Madrid, especializada en renting flexible de vehículos industriales (flota c. 13.000 vehículos) para grandes empresas, pymes y autónomos, con una posición de referencia en España (cuota de mercado c. 15% vs c. 8% en 2018). Controlada por la familia Acebes (70,1% del capital).

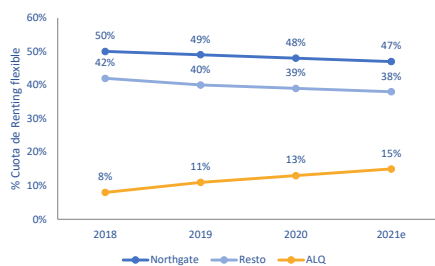
ALQ centra su actividad en la compra de vehículos para su alquiler (principal actividad del negocio; 84% s/Ingresos 2021e) y posterior venta en el mercado de ocasión (16% s/Ingresos 2021e). Las principales ventajas del renting flexible frente al tradicional son: (i) los vehículos pueden ser devueltos sin penalización (lo que permite adaptar la flota del cliente a sus necesidades), (ii) posibilidad de customización del vehículo y (iii) pago por uso real del servicio.

Tabla 1. Operativa del modelo de negocio de ALQ

COMPRA	ALQUILER	VENTA
Selección de vehículos entre las siguientes marcas: Citroën, Mercedes, VW, Opel, Toyota o Renault	Período de alquiler de entre 3 y 60 meses	Venta óptima entre 42 y 48 meses. Vehículo totalmente pagado (y valor residual del 32,5%)
Determinar el volumen de adquisición de vehículos	Vehículos nuevos para períodos > 18 meses y usados para < 18 meses	Venta externalizada
Negociación de precios	Mantener un stock permanente > 500 vehículos	Mercado de vehículos de segunda mano: transparente y tremendamente líquido
Financiación a través de entidades financieras y principales marcas de vehículos	Prestación de servicios adicionales como Alquiler Track (Ubicación en tiempo real de vehículos)	Factura y cobro pre-entrega (evita morosidad)

La competencia en el negocio del alquiler tiende a basarse esencialmente en: (i) la proximidad geográfica, (ii) la disponibilidad y calidad de los vehículos y (iii) el precio. Entre los principales competidores de ALQ, encontramos compañías especializadas en renting flexible (como Northgate, cotizada en UK y líder en renting flexible; c. 47% de cuota en España), compañías de renting tradicional con presencia en el negocio de renting flexible (ALD Automotive, Alphabet) y pequeños competidores de ámbito local.

Gráfico 2. Evolución de la cuota mercado renting flexible en España (2018-2021e)



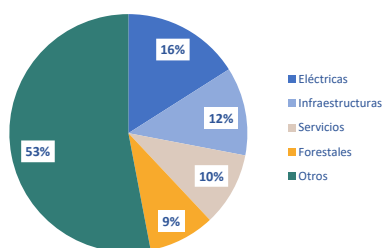
Tras mantener un crecimiento sostenido de doble dígito (+26,2% TACC 2015-2021e; Gráfico 1), ALQ alcanza en 2021e unos ingresos de c. EUR 76Mn (vs EUR 18,8Mn en 2015), un EBITDA de c. EUR 41Mn (Mg. EBITDA 54,1%; +25,7% TACC 2015-2021e). Aunque quizás lo más interesante sea que el crecimiento visto durante los últimos años viene acompañado de un incremento de la cuota de mercado de ALQ hasta niveles de c. 15% (vs c. 8% en 2018; Gráfico 2).

Una oferta integral de soluciones de renting flexible y un modelo de negocio centrado en ofrecer vehículos con alto valor añadido...

Para diferenciarse de su competencia, ALQ cuenta con una oferta integral de soluciones de renting flexible. En concreto, los principales factores diferenciales de su negocio son:

- **Una flota superior (producto premium)**, con mejores prestaciones y mayor potencia (al menos 100cv frente a una media de 75cv del sector). Además, ALQ tiene una política establecida de mantener los precios fijos durante el contrato.
- **Servicio personalizado**, con la posibilidad de elegir el tipo de vehículo y su customización en cuanto a capacidad o accesorios (un factor diferencial frente al renting tradicional).
- **Proximidad geográfica**, que permite agilizar los tiempos de servicio y permitir una gestión de flota más eficiente gracias a su red "hipercapilar" de delegaciones.
- **Amplio conocimiento del cliente**, basado en la dilatada experiencia del equipo directivo de ALQ (que les hace contar con una amplia red de contactos en el sector).
- **Geolocalización**. Los vehículos disponen de un sistema de localización (Alquiler Track) que permite a los usuarios acceder (en tiempo real) a la localización y uso de los vehículos, kilómetros recorridos, velocidad media en trayectos, etc.

Gráfico 3. Mix de ingresos por tipo de cliente (2020)



ALQ cuenta con una base de clientes bien diversificada, sin sobreexposición a ningún cliente o sector. Una diversificación que implica menos riesgo y más oportunidades de crecimiento. En 2020 los 20 mayores clientes por volumen de ingresos (entre los que se encuentran compañías como ACS, Elecnor, Eulen, FCC o Vinci) representaron el 28% de la facturación, mientras que el 72% restante se explica esencialmente por clientes que no alcanzaron ni el 1% de las ventas totales (lo que refuerza la idea de diversificación).

Por sectores, los clientes de ALQ están presentes en un amplio abanico de actividades, como son el mantenimiento (distribución de agua, electricidad y gas, centrales eléctricas...), montaje (redes eléctricas y telefonía), construcción de infraestructuras y obra civil o servicios (transporte, forestales, distribución, seguridad...). Lo que se traduce en un mix de ingresos bien diversificado sectorialmente (sin una exposición > 20% a un sector determinado; Gráfico 3).

Adicionalmente, la naturaleza del negocio de ALQ (renting flexible) le permite “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes, facilitando sus procesos de externalización a largo plazo (vs alquiler de corto plazo tradicional o adquisición directa); resultando en un alto nivel de fidelización (> 75% de los clientes han renovado los contratos en los últimos tres años).

Gráfico 4. Delegaciones en España (a fecha de este informe)

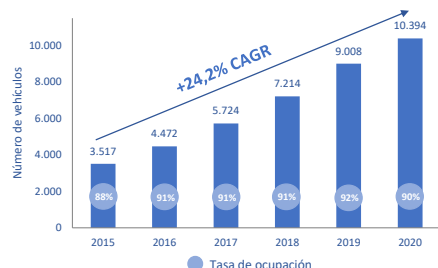


... con una elevada presencia en España (23 delegaciones propias), que garantiza la proximidad con el cliente (y protege su buena posición competitiva)

Uno de los pilares “clave” del modelo de negocio de ALQ es la proximidad al cliente. En la actualidad, ALQ genera el 100% de su actividad en España. Con oficinas centrales en Madrid, 23 delegaciones propias abiertas (ivs 6 en 2015!) y más de 3.500 talleres concertados, que le permiten cubrir prácticamente la totalidad de la geografía española (Gráfico 4); posicionándose como un referente del sector del renting flexible (sólo detrás de Northgate, líder en España con una cuota de c. 47%, 27 delegaciones y flota de c. 50.000 vehículos). Una cobertura que debiera permitirle seguir creciendo (6 aperturas desde enero 2020; algunas aún en fase de “despegue”: en media ALQ mantiene c. 500 vehículos por delegación vs los c. 1.800 de Northgate).

Tanto la proximidad geográfica como la capacidad logística son unas de las principales barreras de entrada del sector. Y, a nuestro juicio, la elevada capilaridad de la red de delegaciones de ALQ es una de sus principales ventajas competitivas al permitir una gestión de su flota más eficiente: lo que facilita la rotación de sus vehículos y se traduce en unas tasas de ocupación elevadas (c. 90%; Gráfico 5). Aunque también dificulta cualquier crecimiento de ALQ fuera de nuestras fronteras (la expansión del negocio en el extranjero pasaría muy probablemente por el M&A).

Gráfico 5. Evolución de la flota (2015-2020)

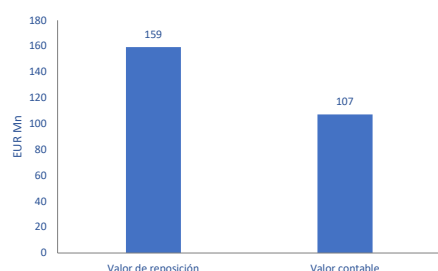


Y una flota > 11.800 vehículos (que ha mostrado un crecimiento superior al del sector: +24,2% TACC 2015-2020 vs +10,7% de la flota de renting en España)

Durante los últimos años ALQ incrementa de forma significativa el tamaño de su flota (+24,2% 2015-2020; Gráfico 5) hasta alcanzar un tamaño superior a los 11.800 vehículos a cierre del 1S21 (+13,4% vs dic. 2020). Si ponemos el foco en su tipología, ALQ cuenta con una amplia variedad de vehículos industriales como son: turismos, furgonetas pequeñas (2-3-5 plazas), furgones medianos y grandes (3-6-9 plazas), pick-ups, camiones, todoterrenos, SUV, vehículos isotermos y frigoríficos (tipología de vehículos incorporada en 2017) y vehículos adaptados a las necesidades de cada cliente. Adicionalmente, la tipología de vehículos puede dividirse en:

- **Vehículos seleccionados por ALQ y personalizados en sus talleres (c. 80% s/total)**, adquiridos a través de acuerdos marco con las principales marcas (Mercedes, Citroën, Volkswagen, Opel, Toyota o Renault), customizados con extras específicos (una personalización que, a diferencia de sus competidores, va incluida en el precio).
- **Vehículos adquiridos bajo especificaciones técnicas de sus clientes (c. 20% s/total)**. Para la adquisición de esta tipología de vehículos, es necesario que el cliente mantenga un contrato a largo plazo (con un período mínimo de 36 meses).

Gráfico 6. Valoración de la flota de ALQ (2020)



En enero de 2021 ALQ modifica el cálculo de amortización de sus vehículos, reduciendo su vida útil hasta 3,75 años (frente a los 5,5 años anteriores) y estimando un valor residual al finalizar la misma del 32,5% (frente al 0% anterior; reduciendo la base amortizable). Lo que supondrá una amortización anual de c. 18% s/activo bruto (en línea con período anterior). De este modo, la vida útil estimada coincide con la antigüedad media de los vehículos en el momento de su venta (c. 45 meses). A cierre de 2020, la flota contaba con una antigüedad media de c. 24 meses, un valor de reposición de EUR 159Mn y un valor en libros de EUR 107Mn (Gráfico 6).

Gráfico 7. Mix ingresos y número de delegaciones (2015-2020)

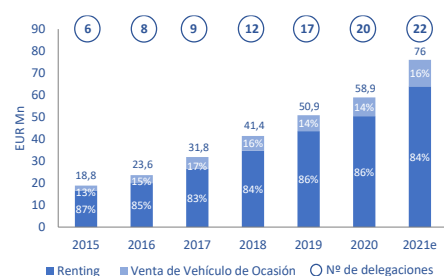


Gráfico 8. Evolución de la flota de ALQ vs Ingreso medio por renting (2014-2020)

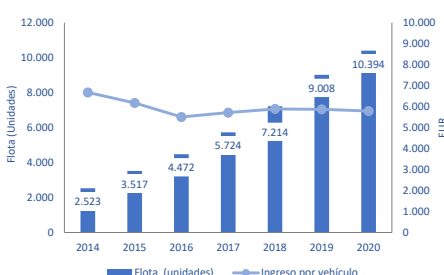


Gráfico 9. Ingresos totales y Mg. Bruto (2017-2020)

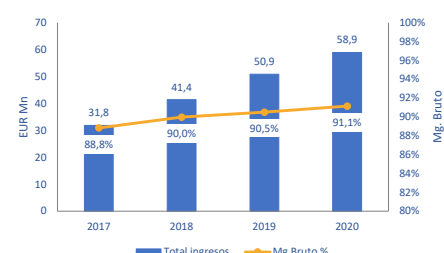
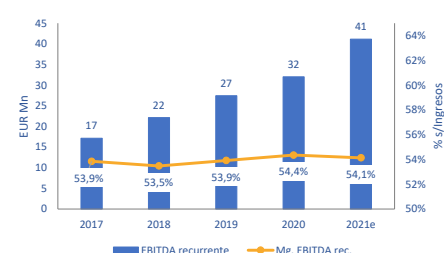


Gráfico 10. EBITDA vs Mg. EBITDA (2017-2021e)



Lo que se ha traducido en un crecimiento orgánico de doble dígito en ingresos (+26,2% TACC 2015-2021e) ...

Durante los últimos años ALQ ha sido capaz de mantener una tasa de crecimiento orgánico en ingresos elevada (+26,2% TACC 2015-2021e; similar al crecimiento de la flota) hasta alcanzar una facturación de c. EUR 76Mn en 2021e (vs c. EUR 19Mn en 2015; Gráfico 7). Con un mix de ingresos que se ha mantenido relativamente estable durante todo el período (c. 86% generado por el negocio de renting y c. 14% por la venta de vehículo usado).

Un ritmo de crecimiento orgánico que se mantuvo incluso pese al Covid-19 (Ingresos 2020: +16% vs 2019 vs crecimiento de c. +5% de Northgate en España): lo que en sí mismo es una muestra de resiliencia y buena posición competitiva. En nuestra opinión, el "salto" en tamaño experimentado por ALQ durante los últimos años vendría explicado esencialmente por:

- **El crecimiento de la flota de vehículos y la incorporación de nuevas delegaciones**, para atender la demanda creciente del mercado de renting flexible en España en un momento cíclico favorable (ingresos sector renting en España: +8,4% TACC 2015-2020 vs 25,6% TACC de ALQ).
- **El aprovechamiento de su buena posición competitiva (y elevada experiencia en el sector), que le ha permitido mantener una tasa de ocupación elevada...** Incluso en 2020 ALQ fue capaz de mantener niveles de ocupación similares a 2019 (90% vs 92% en 2019). ALQ mantiene de forma estable una tasa de ocupación de su flota elevada (media -5y c. 90%; en línea con Northgate).
- **... sin necesidad de bajar precios.** Pese a la expansión geográfica (con 23 delegaciones a fecha de este informe vs 6 en 2015) y el aumento de la flota (que habría multiplicado x3 su tamaño desde 2015), el ingreso medio de renting por vehículo se ha mantenido relativamente estable (c. EUR 5.800 por vehículo; Gráfico 8). Adicionalmente, el precio medio de venta de vehículo usado en 2020 fue de EUR 6.200 (vs EUR 5.600 en 2015).

... manteniendo unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 55%, Mg. EBIT >10%), aunque muy presionados por una estructura con un elevado componente variable

La apuesta de ALQ por un producto de alto valor añadido (vehículos con más extras y mejor motorización frente a la media del sector) le ha permitido mantener cierta prima de precio frente a sus comparables. Lo que se traduce en unos márgenes elevados.

En concreto, durante el período 2017-2020 ALQ consolida un margen bruto de c. 90% (Gráfico 9), siendo el coste de ventas esencialmente el valor residual de los vehículos vendidos en el mercado de ocasión (neteados por los rappels por compras de vehículos).

Por debajo de la línea de margen bruto, el fortísimo incremento de ingresos visto durante los últimos años tiene su reflejo en uno similar de los gastos de personal y otros costes de explotación (con un componente esencialmente variable; c. 65% de los otros costes de explotación está vinculado a gastos de mantenimiento y primas de seguros, Gráfico 12). Lo que se traduce en un crecimiento del EBITDA similar al visto en ingresos (EBITDA: +24,5% TACC 2017-2021e) hasta alcanzar un nivel de c. EUR 41Mn en 2021e (Mg. EBITDA Rec. 2021: 54,1%; Gráfico 10). Es decir, pese al salto de escala, no hay mejoras en el margen EBITDA.

Gráfico 11. Costes de Explotación (2017-2020)

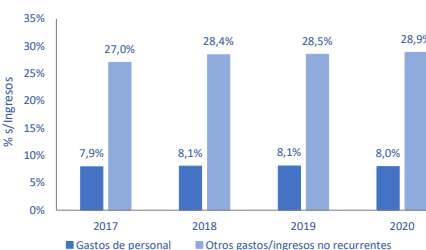
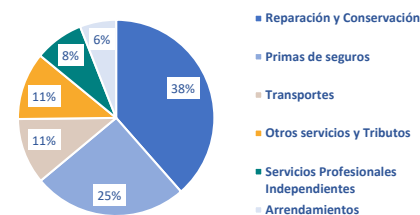
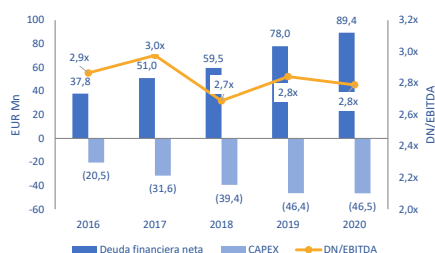


Gráfico 12. Otros Costes de Explotación



Aunque el rápido crecimiento de la flota acelera el crecimiento de la amortización (esencialmente elementos de transporte, 77,3% s/activos brutos) y presiona el margen EBIT, que se reduce 5p.p. hasta el 10% en 2020 (vs c. 15% en 2017).

Gráfico 13. Deuda Neta, CAPEX y DN/EBITDA



Y un apalancamiento razonable (a pesar del esfuerzo inversor; DN/EBITDA c. 3x)

El sector del renting se caracteriza por una elevada necesidad de capital, siendo mayor en fases de crecimiento (por la mayor adquisición de vehículos). Por lo que el salto en tamaño ejecutado por ALQ durante los últimos años (multiplicando x3 la flota de 2015; alcanzando las 23 delegaciones) ha implicado un esfuerzo inversor muy significativo, acumulando un CAPEX de EUR 185Mn durante el período 2016-2020 (CAPEX/Vtas medio -4y c. 90%, un nivel extraordinariamente alto como resultado de la fase de crecimiento en la que se encuentra la compañía; CAPEX/Vtas Northgate -5y: c. 50%).

Las elevadas necesidades de capital, aunque parcialmente compensado por la desinversión de los vehículos de ocasión (que habrían implicado una entrada de caja acumulada de c. EUR 30Mn entre 2016-2020), tienen su reflejo en un incremento de la Deuda Neta hasta EUR 89,4Mn en 2020 (vs EUR 37,8Mn en 2016; Gráfico 13) y c. EUR 109Mn en 1S21.

No obstante, en media ALQ mantiene una DN/EBITDA de 2,8x durante los últimos años (Gráfico 13). Y, aunque a priori puede parecer un nivel elevado, se encuentra en línea con los niveles de sus principales comparables (DN/EBITDA 1,5x-3x). Un nivel de deuda que, en todo caso, cuenta con el soporte del valor de su flota en el mercado de vehículos usados (un mercado global, transparente y extraordinariamente líquido).

Si ponemos el foco en la Deuda Bruta a cierre del 1S21 (EUR 116,5Mn; DN/EBITDA LTM c. 3x), se compone de:

- **Préstamos con entidades bancarias (49,2% s/total)**, para la adquisición de vehículos no financiados con leasing (aunque con un calendario de amortización similar, 36 meses).
- **Deudas por leasing (45,9% s/total)**, correspondientes a contratos de alquiler a largo plazo con opción a compra de parte de la flota. Con una duración media de 36 meses.
- **Otros (4,9%)**, correspondiente esencialmente al descuento de efectos (con un importe dispuesto de EUR 4,1Mn a cierre del 1S21; en línea con 2020).

Gráfico 14. Composición de la Deuda Bruta (1S21)

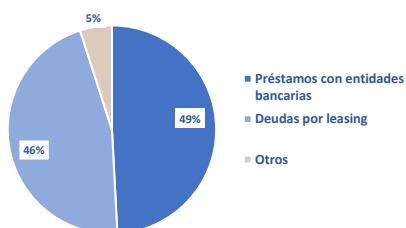
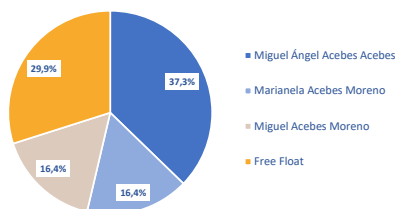


Gráfico 15. Composición accionarial (2020)



Nota: Porcentaje de participación de la familia Acebes incluyendo su participación directa e indirecta (a través de Sebeca Ikap, S.L., patrimonial de la familia Acebes y propietaria del 52% de ALQ).

Controlada por la familia Acebes, plenamente involucrada en la gestión de la compañía. Free float 30%

Miguel Ángel Acebes, uno de los fundadores de Fualsa en los años 80 (adquirida por Northgate entre 2002 y 2006, hoy líder del sector en España) adquiere el 100% del capital de ALQ en 2009.

Tras la salida a BME Growth (julio de 2018) el control de ALQ continúa en manos de la familia Acebes (plenamente involucrada en la gestión del negocio) con un 70,1% del capital (Gráfico 15), dividido entre: (i) Miguel Ángel Acebes Acebes (Presidente de ALQ y del Consejo) que controla c. 37,3% y sus hijos, (ii) Marianela Acebes Moreno (Consejera Delegada desde 2018 y miembro del Consejo de Administración; participación del 16,4%) y (iii) Miguel Acebes Moreno (sin cargos dentro de la Compañía) con una participación del 16,4%.

Los accionistas de control no han variado en la práctica a lo largo de los últimos años y con aparente vocación de permanencia (plena alineación de intereses con los minoritarios). Por lo que, los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta. Free float de c. 30%.

En conclusión: un negocio en crecimiento, rentable (Mg. EBIT > 10%) y muy intensivo en capital

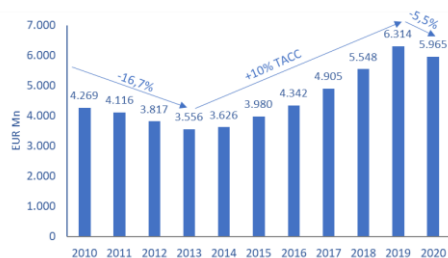
El comportamiento de ALQ a lo largo de los últimos años ha sido excepcional desde un punto estricto de generación de negocio y rentabilidad. Los números explican con sencillez lo ocurrido. Destacamos:

- **Elevado crecimiento orgánico, manteniendo márgenes.** ALQ obtiene, según el avance de resultados 2021e, unos ingresos de EUR 76Mn (+26,2% TACC 2015-2021e) que, dado el bajo apalancamiento operativo se traducen en un crecimiento similar en EBITDA (c. EUR 41Mn; +24,5% TACC 2015-2021e). Manteniendo unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 55% vs c. 60% Northgate).
- **Acompañado de un incremento significativo de su cuota de mercado,** hasta alcanzar una cuota de c. 15% en 2021e (vs niveles de c. 8% en 2018).

- **Modelo de negocio recurrente**, que le permite “integrarse” en el modelo productivo de sus clientes. Y se traduce en un alto grado de recurrencia en ingresos.
- Y “protegido” por su elevada capilaridad y capacidad logística, con la segunda mayor red de delegaciones de España (donde ALQ genera el 100% de sus ingresos). Una de las principales barreras de entrada del sector.
- **En un sector con un momentum favorable**. En España, la flota de vehículos de renting se incrementa > 10% TACC durante el período 2015-2020. Un crecimiento favorecido por las ventajas del alquiler vs la propiedad, entre las que identificamos: (i) uso más eficiente del capital al reducir las necesidades de inversión de los arrendatarios, (ii) mayor flexibilidad, garantizando disponibilidad del vehículo cuando sea necesario y (iii) la transformación en costes variables de los costes fijos derivados del transporte y almacenamiento de la flota.
- **La principal restricción del modelo de negocio viene dada por la “hiperdependencia” del crecimiento de altos niveles de inversión (y deuda)**. El sector del renting se caracteriza por unas elevadas necesidades de capital, siendo mayores en fases de crecimiento (ALQ mantiene un CAPEX/Vtas medio -4y de c. 90% vs Northgate -5y: c. 50%). Lo que habría tenido su reflejo en la Deuda Neta de ALQ (EUR 109Mn en el 1S21; que se multiplica por >3x frente a los niveles de 2015; aunque siempre manteniendo un nivel de DN/EBITDA de c. 3x).
- **Con un accionista de control con larga experiencia en el sector**. Y plenamente involucrado en su gestión.

Renting en España: un sector en crecimiento (aunque inevitablemente cíclico) y con tendencia a la concentración

Gráfico 16. Volumen de ingresos del renting de vehículos en España (2010-2020)



Fuente: AER.

ALQ centra su negocio en el segmento del renting flexible (con una posición de referencia en España tanto por volumen de ingresos, como por presencia geográfica), un nicho dentro del renting: un sector en crecimiento, inevitablemente cíclico, muy intensivo en capital y expuesto a cambios regulatorios (el ejemplo del diésel es ilustrativo). En España, la facturación del sector del renting ascendió a EUR 6.000Mn en 2020 (-5,5% vs 2019), lo que se traduce en un crecimiento del +7,7% TACC 2013-2020 (+10% TACC 2013-2019, excluyendo el impacto del Covid-19; Gráfico 16).

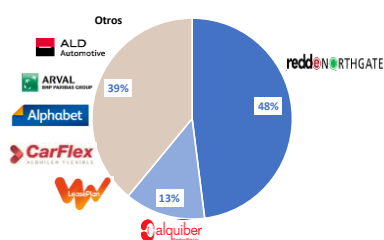
En la actualidad existen varias alternativas de movilidad y gestión de flotas, desde la compra directa hasta el alquiler a corto plazo de vehículos (cuanto mayor sea la flexibilidad, mayor será el coste). En concreto, destacamos:

- **Alquiler de corto plazo:** con contratos por horas o días hasta períodos de un año. Alternativa para necesidades de inmediatas de aumento de flota de vehículos o sustituciones por mantenimiento.
- **Alquiler de medio-largo plazo:** con contratos que van desde 1 hasta 60 meses. Permite hacer frente a demandas estacionales. A diferencia del alquiler de corto plazo, el vehículo se puede adaptar a las necesidades de cada cliente.
- **Alquiler de largo plazo:** con contratos de renting (duración de 12 a 60 meses) y leasing (mínimo 2 años). Una alternativa a la compra directa (evita el desembolso inicial en la inversión frente al pago de una cuota por el uso del vehículo).

Tabla 2. Tipología de servicios de alquiler y principales características

TÍPOLOGÍA	DESCRIPCIÓN	DURACIÓN CANCELACIÓN	PROS/CONS	PLAYERS
Alquiler vehículos	Alquiler flexible a muy corto plazo de turismo e industrial; desde alquiler por horas; sujeto a franquicias	De horas a días Sin penalización por cancelación	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Alquiler por horas ✓ Alta flexibilidad ✗ Vehículos usados ✗ Disponibilidad. ✗ Precio alto 	
Renting Flexible	Alquiler flexible con libertad de cancelación; plazo desde 1 mes; con todos los servicios del renting (seguros, administración, impuestos, mantenimiento, etc.)	De 3 a 60 meses Sin penalización por cancelación	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Flexibilidad ✓ Rapidez ✓ Todo incluido ✓ Pocos jugadores ✓ Sustitución vehículo ✗ Precio ✗ Vehículos usados 	
Renting Financiero	Alquiler con pago de cuota fija a medio-largo plazo, con una cuota financiera más competitiva; obligado cumplimiento; con todos los servicios del renting	De 24 a 60 meses Con penalización por cancelación	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Customización de vehículo nuevo ✓ Todo incluido ✗ Muchos jugadores ✗ Poca flexibilidad ✗ Negocio financiero 	
Leasing	Arrendamiento financiero con opción de compra al final del contrato; el cliente asume todos los riesgos y obligaciones de propiedad del vehículo	De 24 a 72 meses Con penalización por cancelación	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elección de vehículo ✓ Precio competitivo ✗ Poca flexibilidad ✗ Riesgo a cargo del cliente 	<p>Entidades financieras</p>

Gráfico 17. Cuota de mercado de renting flexible en España (2020)

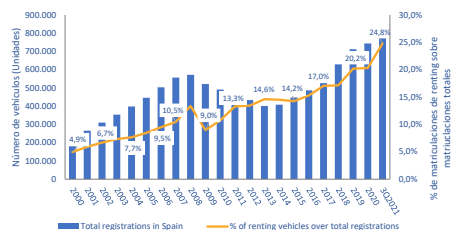


Las principales diferencias del renting flexible (segmento en el que ALQ desarrolla su actividad) frente al alquiler tradicional son: (i) la ausencia de penalizaciones por devolución anticipada del vehículo alquilado y (ii) la posibilidad de variar la tipología del vehículo durante la vigencia del contrato, lo que permite una mayor capacidad de adaptación a las necesidades específicas de flota de cada cliente.

La competencia en el negocio del alquiler tiende a basarse esencialmente en: (i) la proximidad geográfica, (ii) la disponibilidad y calidad de los vehículos y (iii) el precio. Entre los principales competidores de ALQ encontramos compañías especializadas en renting flexible (como Northgate), compañías de renting tradicional con presencia en el negocio de renting flexible (ALD Automotive, Alphabet) y compañías de alquiler tradicional (Enterprise, Avis o Europcar).

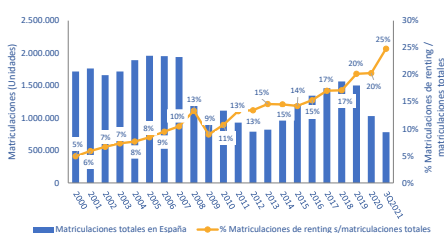
Del total del mercado de renting en España, ALQ estima que en 2019 c. 95.000 vehículos eran de renting flexible (c. 13% s/total). En España, Northgate (cotizada en UK; Ticker Factset: REDD-GB) mantiene una posición de liderazgo en el mercado del renting flexible con una cuota de c. 48% (Gráfico 17), seguida de ALQ (que habría incrementado su cuota hasta c. 13% en 2020 vs c. 8% en 2018).

Gráfico 18. Flota de renting vehículos de renting en España (2000-3T21)



Fuente: AER.

Gráfico 19. Matriculaciones totales vs % de renting en España (2000-3T21)



Fuente: AER.

Renting en España: un sector en crecimiento (la penetración del renting sobre el total de matriculaciones se acelera) ...

El mercado de renting en España alcanzó los 772.000 vehículos en septiembre de 2021 (su máximo histórico; Gráfico 18) hasta representar c. 2,5% del parque total de vehículos (vs c. 4,5% en UK y c. 4% en Francia). Y es que, pese al impacto del Covid-19 en 2020, la flota de vehículos de renting en España habría mostrado un crecimiento del +9,2% TACC durante el período 2013-2020: un crecimiento empujado esencialmente por la mayor penetración del renting sobre el total de matriculaciones en España (Gráfico 19).

Durante los últimos años las matriculaciones de vehículos de renting en España incrementaron su peso sobre el total de vehículos matriculados de forma continuada. De acuerdo con la AER (Asociación Española de Renting de Vehículos), el 24,8% de las nuevas matriculaciones realizadas hasta septiembre de 2021 fueron por renting, lo que supone un aumento de c. 5p.p. sobre el dato de 2020 (c. 20 p.p. frente a los niveles alcanzados en el año 2000, momento en el que las matriculaciones de vehículos de renting representaban c. 5% del total; Gráfico 19).

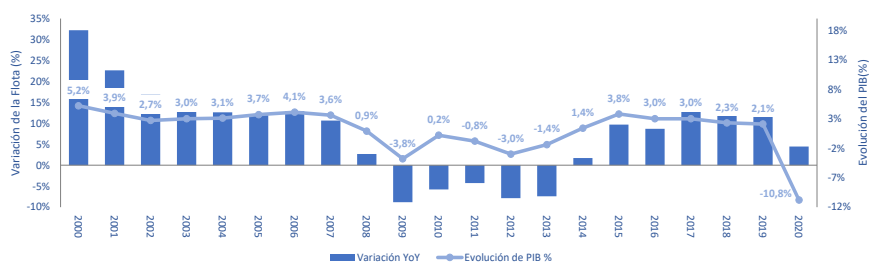
Por tipo de cliente, durante los últimos años el renting se ha extendido entre las empresas pequeñas (con una flota de entre 1-4 vehículos) y particulares. Según datos de la AER, el mayor crecimiento del parque de vehículos de renting se ha producido en personas físicas (que multiplicó el número de vehículos c. 9,5 veces desde 2015 hasta alcanzar los 111 miles de vehículos de renting en el ejercicio 2020; 15% sobre el total). Por otro lado, las empresas pequeñas (flota entre 1-4 vehículos; principal tipología de cliente de ALQ) incrementaron el número de vehículos utilizados hasta 171 miles en 2020 (+20,2% TACC 2015-2020) alcanzando un peso sobre el parque total de vehículos de renting de c. 23% sobre el total (vs 15% en 2015).

... expuesto (inevitablemente) a la evolución del ciclo (aunque en 2020 mostró signos de resiliencia)

El sector del renting es inevitablemente cíclico, con una muy alta correlación entre el PIB y el tamaño de la flota de vehículos en España (772.000 vehículos en septiembre 2021; +34,9% vs 2008, último pico de ciclo).

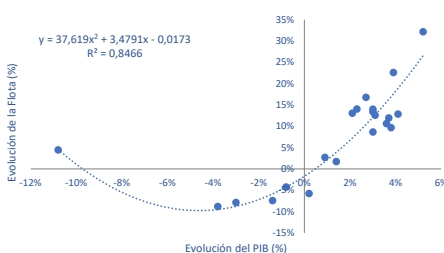
En concreto, la contracción del PIB de c. -3,8% vista en España en 2009 provocó una reducción del tamaño de la flota de vehículos de renting de c. -9% (Gráfico 20). Una contracción que se alargó en el tiempo hasta 2013, acumulando una caída del 29,8% durante el período 2008-2013 (Gráfico 20). Por el contrario, el crecimiento del 4% del PIB en 2015 se tradujo en un aumento del tamaño de la flota de vehículos de renting de c. +10%. Aunque lo ocurrido en 2020 aparece como un caso completamente extraordinario (pese a la fortísima contracción del PIB, la flota de vehículos de renting se incrementó c. +4% vs 2019).

Gráfico 20. PIB (España) vs evolución de la flota de vehículos de renting



Fuente: AER.

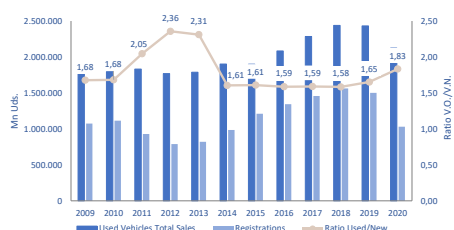
Gráfico 21. Correlación del PIB con el tamaño de la flota de vehículos de renting (2000-2020)



Fuente: AER y elaboración propia.

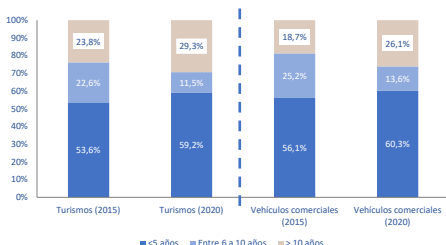
Según nuestro análisis sobre la correlación entre el PIB y las variaciones de la flota de vehículos de renting en España durante los últimos veinte años (Gráfico 21; grado de correlación $R^2 = 0,84$), en períodos de crecimiento macro la evolución de la flota aumenta (en media) en c. 3,5x el crecimiento del PIB (siendo el factor multiplicador similar en períodos de contracción del PIB). En base a lo anterior y utilizando la previsión de crecimiento del PIB en España (+5,4% en 2022e y +3,9% en 2023e según Banco de España), estimamos que el crecimiento de la flota de vehículos de renting debiera acelerar su crecimiento hasta niveles de c. 15-20% en 2022e y 2023e (vs crecimiento de c. 7,5% hasta noviembre 2021).

Gráfico 22. Venta de vehículo usado vs matriculaciones en España



Fuente: Arval Mobility Observatory, 2021.

Gráfico 23. Edad media de la venta de V.O. en España



Fuente: Arval Mobility Observatory, 2021.

Venta de vehículo usado: un mercado con un perfil anticíclico

El mercado de vehículo usado tiene un comportamiento típicamente anticíclico. Pese a la fortísima contracción de nuevas matriculaciones vista durante el período 2009-2012 (c. -30%), la venta de vehículo usado se mantuvo relativamente estable en c. 1,7Mn de vehículos (Gráfico 22). Lo que elevó el ratio de venta de vehículo usado sobre la matriculación de vehículos nuevos hasta niveles de c. 2,4x en 2012 (vs niveles de c. 1,7x de 2009; Gráfico 22).

Durante los últimos años (2015-2020) la venta de vehículos usados ha seguido ganando peso. De acuerdo con los datos de Arval Mobility Observatory, el número de vehículos de ocasión vendidos durante el 2020 alcanzó 2,1Mn de unidades (+12% vs 2015). Lo que junto a la contracción de matriculaciones de vehículos nuevos en 2020, elevó el ratio de venta de vehículo usado sobre matriculaciones de vehículos nuevos hasta 1,83x (vs 1,65x en 2019); un nivel que aún se encontraría muy por debajo tanto del visto entre 2012-2013, como del presentado por países como UK (> 3x) y Alemania (> 2x en todas las fases del ciclo).

La valoración de la flota es un elemento crítico. Y su valor residual depende esencialmente de la antigüedad de cada vehículo. Según datos de Faconauto, en España el parque de vehículos envejece cada año (una tendencia acentuada en 2020), con una edad media que en 2021 alcanzó los 13,2 años (hasta situarse después de Grecia como el segundo país con el parque más antiguo de Europa). En cuanto a la edad de los turismos usados vendidos en España (86% de las transacciones), observamos un incremento tanto del segmento con menos de cinco años (+5p.p. vs 2015; en el que se encontrarían los vehículos usados vendidos por ALQ) como del segmento de más de 10 años (+5p.p. vs 2015; Gráfico 23), frente a la contracción de ventas de vehículos de entre 6-10 años. Una tendencia que se mantiene en los vehículos comerciales.

Según el Arval Mobility Observatory, y con las previsiones actuales de crecimiento del Banco de España del PIB, se espera un incremento en la venta de vehículos de ocasión del +5,6% TACC para el período 2020-2023e (2,5Mn de vehículos vendidos en 2023e).

Y con el M&A como estrategia para acelerar el crecimiento y ganar cuota

Durante los últimos años la concentración ha sido una tendencia clara en una industria centrada en incrementar márgenes y reducir su ciclicidad con la entrada en nuevos nichos de negocio (como el renting flexible). El período 2017-2021 ha sido escenario de numerosos movimientos corporativos, destacando la oferta de adquisición de Leaseplan (adquirida por ALD y que daría lugar al mayor operador de movilidad a escala global). En España, destacan las transacciones de Goldcar (adquirida por Europcar en 2017) y BS Renting (adquirida por ALD).

Tabla 3. Principales transacciones

Año	Target	País	Comprador	Precio (EUR Mn)	Flota (Uds)
2022	Leaseplan ¹	Francia	ALD Automotive	4.900	1.780.000
2021	Leaseplan (Australia)	Países Bajos	SG Fleet Group Ltd.	252	103.000
2021	Banco Sabadell Renting	España	ALD Automotive	59	20.000
2020	Redde PLC	UK	Redde Northgate PLC	394	110.000
2019	Centauro rental-a-car	España	Mutua madrileña Automovilista SSSF	130	30.000
2019	BBVA Rental Portugal	Portugal	ALD Automotive	n.a	25.000
2017	Goldcar	España	Europcar Mobility Group SA	550	50.000

Nota: Sociéti Générale ha anunciado la firma dos memorándums de entendimiento con ALD el 6 de enero de 2022 por el que se compromete a la adquisición del 100% de LeasePlan en 2022.

Regulación, el principal reto del sector (el ejemplo del diesel es ilustrativo)

El cambio en la regulación sobre emisiones es uno de los principales riesgos a los que se enfrenta el sector en la actualidad. El ejemplo del diésel es ilustrativo: países como Francia y Alemania han aplicado la prohibición de venta de vehículos diésel y gasolina a partir de 2040 y 2030. Y en ciudades de España (como Madrid o Barcelona) ha comenzado a restringirse el acceso al centro urbano de los vehículos diésel. Lo que (inevitablemente) impactará en el valor residual de los vehículos con este tipo de propulsión (que, en 2020 aún representaban c. 50% de las matriculaciones de vehículos de renting; Tabla 4).

Tabla 4. Matriculaciones de vehículos por tipo de propulsión

	2015		2020	
	Renting % s/total	Total Matriculaciones % s/total	Renting % s/total	Total Matriculaciones % s/total
Diésel	87,9%	67,9%	51,4%	38,8%
Gasolina	11,2%	30,4%	27,7%	41,7%
Híbridos	0,8%	1,5%	13,9%	13,7%
Eléctricos	0,1%	0,2%	5,8%	4,2%
GLP	n.a	n.a	0,5%	1,1%
GNV	n.a	n.a	0,7%	0,5%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fuente: AER.

En definitiva, una industria cíclica, con alto potencial de crecimiento gracias a las nuevas matriculaciones de renting (hoy en máximos históricos: c. 25% s/total)

La industria del renting en España ha mostrado un fuerte crecimiento tanto en ingresos totales (+10% TACC 2013-2020) como en flota de vehículos (+9,2% TACC 2013-2020) desde los mínimos de 2013. El peso de las matriculaciones de renting frente a las nuevas matriculaciones de vehículos totales ha mantenido un crecimiento sostenido durante la última década (hasta alcanzar niveles de c. 25% en 2020; vs 11% en 2010). Es decir, las nuevas matriculaciones de renting han más que duplicado su peso sobre las matriculaciones totales.

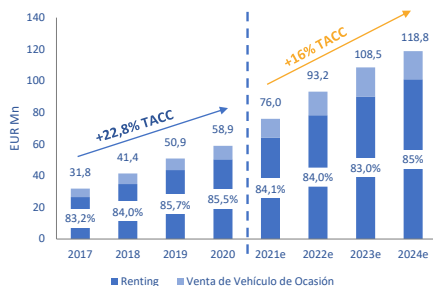
En nuestra opinión, las positivas perspectivas del sector del renting en España se explican esencialmente por:

- **Elevada correlación con el PIB...** El comportamiento histórico del sector apunta a una capacidad de “multiplicar” las variaciones del PIB en c. 3,5x. Lo que debiera permitir a las compañías del sector capturar el crecimiento esperado para España durante los próximos años.
- **... con un parque de vehículos de renting que aún ofrece margen de crecimiento (frente a los niveles vistos en Europa).** En septiembre de 2021, la flota de renting en España alcanzó los 772 miles de vehículos (+3,8% vs dic 20; en máximos). Y pese a su crecimiento, aún supone sólo el 2,5% del parque total de vehículos en España (frente a niveles de c. 4,5% y 4,2% en UK y Francia, respectivamente).
- **Y un caldo de cultivo favorable al M&A.** A lo anterior habría que superponer un tercer driver: la continua consolidación del sector como vía más rápida para ganar cuota (en una industria en la que el carácter local actúa como barrera de entrada).

En este contexto, las compañías del sector con posición de liderazgo y estructura de balance saneada (caso en el que teóricamente se encontraría ALQ) son candidatas a crecer vía M&A fuera de sus mercados de referencia.

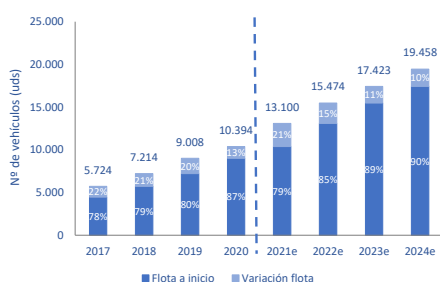
Alto crecimiento orgánico (EBIT 21e-24e: +11,2% TACC), manteniendo una deuda razonable (DN/EBITDA 24e 2,5x)

Gráfico 24: Mix de ingresos (2017-2024e)



ALQ presenta un comportamiento sólido desde un punto de vista estricto de generación de negocio y actividad, manteniendo un crecimiento de doble dígito sostenido durante todo el período analizado; un diferencial de crecimiento positivo frente a su sector, también en 2020 (pese al impacto del Covid-19; Ingresos ALQ 2020: +15,8% vs c. -5,5% del sector y -10,8% del PIB en España). Y el avance de resultados 2021 (publicado por ALQ en febrero 2022) vuelve a confirmar la elevada capacidad de crecimiento de la compañía (Ingresos 2021: c. EUR 76Mn; +29% vs 2020; Gráfico 24).

Gráfico 25: Tamaño y crecimiento orgánico de la flota de vehículos (2017-2024e)



A partir de aquí se plantean tres cuestiones clave, y que determinaran el equity story de ALQ: (i) ¿Los niveles de crecimiento vistos hasta ahora son proyectables a largo plazo?, (ii) ¿Cómo evolucionará el nivel de inversión necesario para el crecimiento de su flota de vehículos durante los próximos años? y (iii) ¿A partir de qué momento esperamos que ALQ comience a generar FCF positivo?

Con capacidad para seguir creciendo a doble dígito (Ingresos 21e-24e: +16% TACC)...

El avance de resultados 2021 (Ingresos: c. EUR 76Mn; +29% vs 2020) evidencian la fase de crecimiento en la que se encuentra la compañía. Y en nuestra opinión, ALQ se encuentra bien posicionada para seguir creciendo a ritmos de doble dígito. Por varias razones: (i) especialización en un nicho de mercado (renting flexible; reforzado tras el impacto del Covid-19) que ofrece potencial para seguir creciendo, (ii) apalancamiento sobre una red de delegaciones ya creada (la expansión geográfica ya está "hecha") y (iii) producto/servicio con capacidad probada de ganar cuota de mercado de forma sistemática. En el caso de ALQ, construimos un modelo sencillo de ingresos que pivota esencialmente sobre:

- **El crecimiento en su flota de vehículos en alquiler...** Esperamos que ALQ cierre 2021e con una flota de c. 13.100 vehículos (+26% vs 2020). Un crecimiento que estimamos que continúe con la adquisición de c. 4.500 vehículos nuevos/año (que implica un incremento neto de la flota de c. 2.000 vehículos/año; Gráfico 25) hasta alcanzar una flota a cierre de 2024e de c. 19.500 vehículos (+14,1% TACC 2021e-2024e).
- **... manteniendo una tasa de ocupación elevada (91%).** Pese al fuerte incremento de la flota de vehículos esperado para el período 21e-24e, estimamos unas tasas de ocupación elevadas (c. 91% durante todo el período; Gráfico 26) por puro aprovechamiento de su buena posición competitiva (y elevada experiencia en el sector). Algo que ya quedó patente incluso en 2020, ejercicio en el que pese al impacto del Covid-19 ALQ fue capaz de mantener niveles de ocupación similares a 2019 (90% en 2020 vs 92% en 2019).
- **Con unos precios de renting estables.** Durante el período 2017-2020, ALQ mantiene unos precios de renting relativamente estables (variación < 2%). Y pese a la subida de precio esperada para 2021e (c. +4%; resultado del entorno inflacionista actual), nuestro modelo no recoge subidas adicionales (lo que ofrece cierto margen de seguridad; y un upside adicional al crecimiento de ingresos).
- **Y todo ello empujado por el ingreso por la venta de vehículo de ocasión (que mantendrá un peso sobre el mix de ingresos de c. 15%).** La venta de vehículos de ocasión está directamente relacionada con la vida útil media de la flota de ALQ (3,75 años o 45 meses). Por ello, estimamos un incremento del número de vehículos vendidos hasta c. 2.700 vehículos en 2024e (vs 1.378 en 2020), año en que debieran salir a la venta los vehículos adquiridos en 2020 (c. 2.700). Siendo en 2025e cuando debieran salir la mayoría de los vehículos adquiridos en 2021e (ic. 4.500!).

Gráfico 26. Ingresos por Renting vs tasa de ocupación media de la flota (2017-2024e)

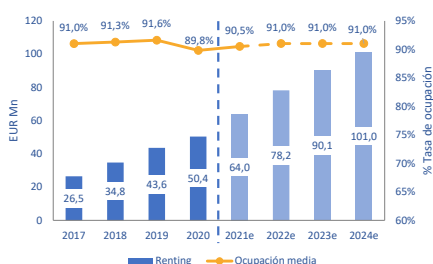
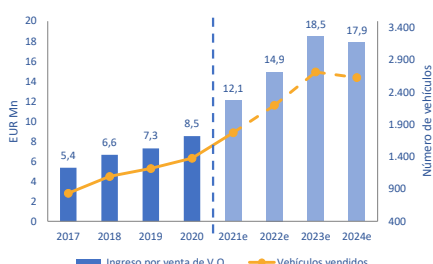


Gráfico 27. Ingreso por venta de V.O. vs Número de vehículos vendidos (2017-2024e)



En cuanto al precio de venta (c. 50% s/precio de compra), estimamos una subida de c. 10% en 2021e (vs 2020) como resultado de la escasez actual de vehículo de V.O en el mercado (que debiera mantener unos precios elevados al menos durante los próximos dos años).

El escenario que planteamos para el período 2021e-2024e debiera permitir a ALQ alcanzar unos ingresos de EUR 118,8Mn en 2024e (+16 TACC 2021e-2024e; Gráfico 24), manteniendo un mix de ingresos estable (c. 85% de ingresos por renting y c. 15% por V.O.).

Gráfico 28. Mg. Bruto vs peso de la venta de Vehículos de Ocasión (2017-2024e)

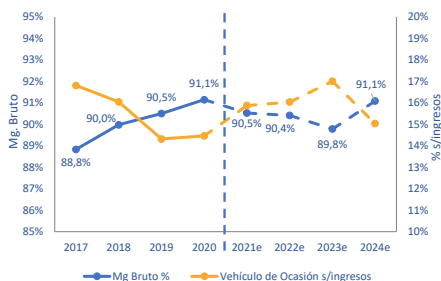


Gráfico 29. Estructura de costes y % s/Ingresos (2017-2024e)

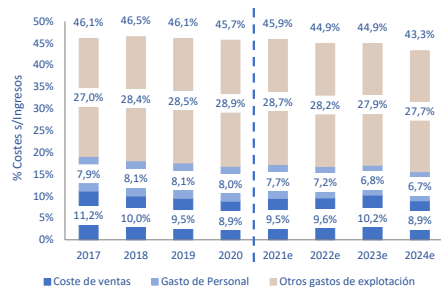


Gráfico 30. EBITDA Rec. y Mg. EBITDA Rec. (2017-2024e)

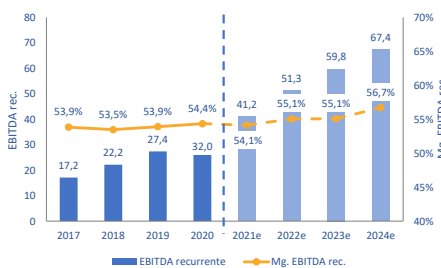
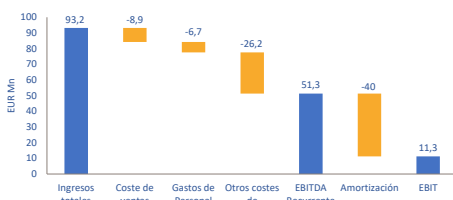


Gráfico 31. Desde Ingresos hasta EBIT (2022e)



... y, pese al elevado componente variable de su estructura de costes, estimamos una ligera mejora del margen EBITDA (Mg. EBITDA 24e: 56,7%; +2,6p.p. vs 2021e)

El coste de ventas de ALQ refleja esencialmente el valor residual de los vehículos de ocasión vendidos. ALQ reduce el peso de la venta de vehículos de ocasión en su mix de ingresos hasta c. 14,5% en 2020 (vs c. 16,5% en 2017), lo que se traduce en un aumento del margen bruto de 2,3p.p. (c. 91,1% en 2020 vs 88,8% en 2017; Gráfico 28). Para el período 2021e-2024e, la continuidad del peso sobre el mix de ingresos de los ingresos por venta de vehículos de ocasión (en niveles de c. 15%; similar al visto en 2020) debiera permitir a ALQ mantener un margen bruto de c. 90%.

Por debajo de la línea de margen bruto, nuestras estimaciones 2022e contemplan un incremento de los costes de estructura hasta EUR 32,9Mn (+19% vs 2021e), resultado de unos gastos de personal de EUR 6,7Mn (+13,9% vs 2021e; 7% s/Ingresos) y otros costes de explotación por EUR 26,3Mn (+20,4% vs 2021e; 28,2% s/Ingresos) dado su componente esencialmente variable (c. 65% de los otros costes de explotación está vinculado a gastos de mantenimiento y primas de seguros de los vehículos).

Pese al elevado componente variable de los gastos de personal y otros costes de explotación (que se traduce en un bajo apalancamiento operativo que reduce la capacidad de transformar el fuerte crecimiento en ingresos en un crecimiento superior en EBITDA), estimamos cierta capacidad de mejora de márgenes como resultado del rápido crecimiento de su red comercial (apertura de 11 delegaciones desde 2018; y 6 desde enero de 2020), que debiera permitir una ligera mejora de márgenes a medida que éstas alcanzan niveles de óptimos de capacidad.

Lo anterior se traduce en una ligera mejora del margen EBITDA que esperamos que sea visible ya en 2022e, año en que estimamos que ALQ alcance un Mg. EBITDA del 55,1% (+1p.p. vs 2021e; Gráfico 30) que permitirá generar un EBITDA Recurrente de EUR 51,3Mn (+24,6% vs 2021e; un crecimiento similar al esperado en ingresos).

¿Y en 2024e? El crecimiento en ingresos esperado (+16% TACC 2021e-2024e) junto a un margen bruto que se mantendrá relativamente estable en niveles de c. 91% (en línea con el visto en 2020; Gráfico 28) y una ligera mejora del margen EBITDA hasta el c. 57% (estrechando el diferencial de márgenes con su principal competidor Northgate; resultado de una estructura comercial óptima y ya muy “engrasada”) llevaría a ALQ a generar un EBITDA Recurrente en 2024e de EUR 67,4Mn (+18% TACC 2021e-2024).

Aunque dada la naturaleza del negocio, consideramos el EBIT (+11,2% TACC 21e-24e) una medida más representativa de la rentabilidad operativa (Mg. EBIT c. 11%)

Dada la naturaleza del negocio de ALQ, muy intensiva en capital, estimamos que el fuerte crecimiento estimado de ingresos se traduzca en un crecimiento similar de su flota y del gasto por amortización (+19,7% TACC 21e-24e). Para el cálculo de la amortización, tomamos como referencia una vida útil de 3,75 años a partir de 2021e y un valor residual al finalizar la misma del 32,5%. Lo que supondrá una amortización anual de c. 18% sobre el activo fijo bruto (Gráfico 32).

No obstante, y pese a que el gasto por amortización continuará pesando en la parte baja de la cuenta de resultados, estimamos que ALQ debiera alcanzar niveles de EBIT de c. EUR 11Mn en 2022e (Gráfico 31), con capacidad de crecer hasta c. EUR 13Mn en 2024e (+11,2% TACC 2021e-2024e; Mg. EBIT c. 11%).

Gráfico 32. Vida útil de un vehículo “tipo” de ALQ con una duración de 45 meses

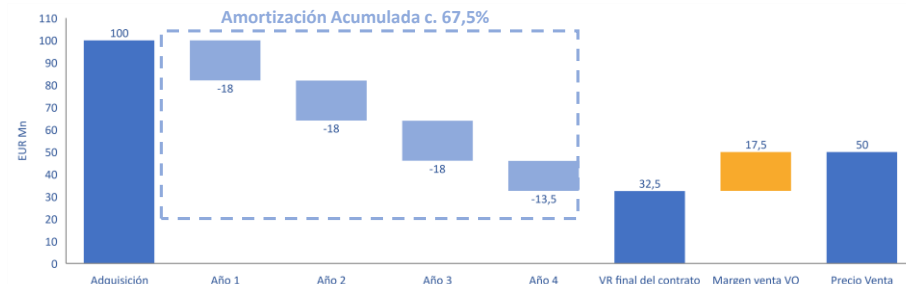
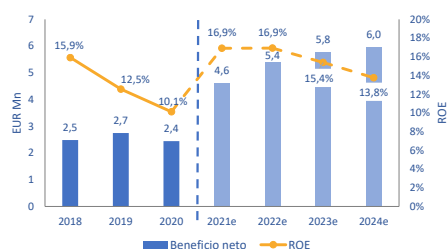


Gráfico 33. Beneficio Neto vs ROE (2018-2024e)



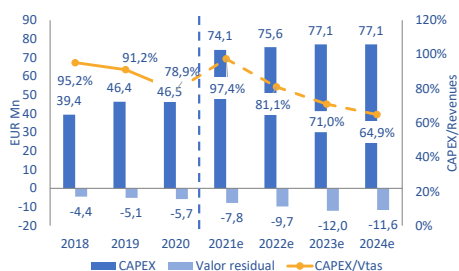
Lo que debiera traducirse en un Beneficio Neto 2024e de c. EUR 6Mn (BPA 21e-24e: + 9,0% TACC). ROE c. 15% (ROCE c. 5%; presionado por el crecimiento de la flota)

Por debajo de la línea de EBIT, las principales partidas que consideran nuestras estimaciones para el período 2021e-2024e son:

- **Un crecimiento de los gastos financieros.** Pese a que estimamos un coste de la deuda relativamente estable en niveles de c. 3% (dado que la práctica totalidad de la deuda es a tipo fijo), el rápido crecimiento de la flota requerirá de financiación. Lo que se traducirá en un incremento progresivo del gasto financiero (aunque siempre situándose < 10% s/EBITDA). En concreto, para 2022e estimamos un gasto financiero de c. EUR 4Mn (vs c. EUR 3,2Mn en 2021e).
- **Y una tasa fiscal de 25%,** similar a la registrada durante el período 2017-2020 dado que la totalidad de los ingresos de ALQ provienen de España.

Lo anterior debiera traducirse en un beneficio neto 2022e de EUR 5,4Mn (+17,3% vs 2021e). Si ponemos la vista en el más largo plazo, estimamos que el crecimiento en EBIT estimado debiera traducirse en niveles de beneficio neto de c. EUR 6Mn en 2024e (+9% TACC 21e-24e). Todo lo anterior se traduce en un negocio de elevado ROE (c. 15%; Gráfico 33). Aunque de bajo ROCE (c. 5%) presionado por el elevado capital necesario para el continuo crecimiento de su flota.

Gráfico 34. CAPEX vs Valor residual de los vehículos de ocasión vendidos (2018-2024e)

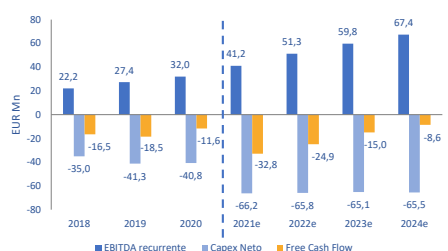


Free Cash Flow: continuará marcado por la fase de crecimiento del negocio (que requiere de niveles de CAPEX muy elevados)

En términos de FCF Recurrente nuestras estimaciones pivotan sobre:

- **Capital Circulante.** En 2020, ALQ reduce sus niveles de circulante hasta situarlos en el 18,5% s/Vtas (esencialmente como resultado de una reducción de los días de cobro), lo que se tradujo en un consumo de circulante prácticamente nulo. No obstante, nuestro modelo considera una vuelta del Circulante/Vtas hasta niveles similares a los vistos en 2019 ya en 2022e (Circulante/Vtas c. 20%). Lo que implicará un consumo de caja de EUR 4,5Mn en 2022e (impacto acumulado de EUR 11,3Mn durante el período 2022e-2024e).
- **Unos niveles de CAPEX que continuarán siendo elevados.** Uno de los pilares fundamentales sobre los que se apoya nuestra hipótesis de ingresos es el crecimiento continuado de la flota de vehículos. Nuestras estimaciones consideran la adquisición de c. 4.500 vehículos al año (vs c. 2.700 vehículos en 2020); lo que implicará unas necesidades de CAPEX en 2021e y 2022e de c. EUR 75Mn (vs EUR 46,5Mn en 2020) y un CAPEX/Vtas 2022e de c. 80% (c. 65% s/Vtas en 2024e).
- **Venta de vehículo de ocasión.** El ingreso por la venta de vehículo ocasión implica una entrada de caja. En concreto, en 2022e esperamos que la venta de V.O genere una entrada de caja de EUR 14,9Mn, de los que EUR 5,2Mn entran como mayor EBITDA por el beneficio generado en la venta (y por tanto ya incluidos en los EUR 51,3Mn de EBITDA 2022e) y EUR 9,7Mn (equivalente al valor residual en el momento de la venta) como ajuste al FCF (Gráfico 36).

Gráfico 35: EBITDA Rec. vs CAPEX Neto vs FCF Rec. (2018-2024e)



Nota: CAPEX Neto = CAPEX – Impacto en FCF de las Desinversiones de vehículos (Valor residual vehículos de ocasión vendidos).

El escenario de fuerte inversión (CAPEX) que plantean nuestros números tendrá su reflejo en un FCF negativo durante el período 2021e-2024e. Aunque el crecimiento en EBITDA permitirá reducir el consumo de caja hasta c. EUR 9Mn en 2024e (Gráfico 35). Lo que debiera permitir a ALQ generar FCF positivo a partir de 2025e (pese a seguir creciendo en flota).

Gráfico 36. Desde EBITDA Rec. hasta FCF Rec. (2022e)

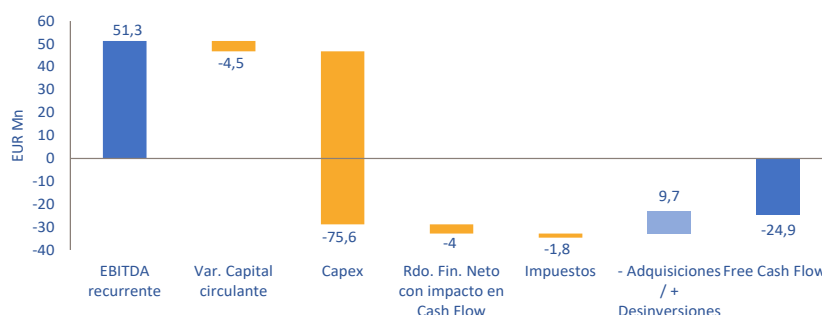
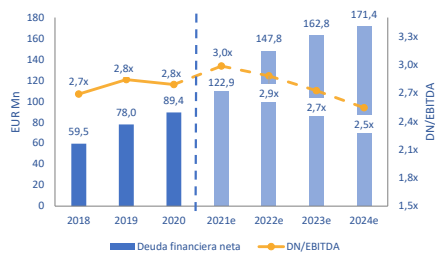


Gráfico 37: Deuda Neta vs DN/EBITDA (2018-2024e)



Lo que inevitablemente tendrá su reflejo en la Deuda Neta (aunque manteniendo unos niveles de endeudamiento razonables; DN/EBITDA 24e: < 2,5x)

A cierre del 1S2021, la Deuda Neta de ALQ se situó en c. EUR 109,6Mn (+15% vs 2020 y DN/EBITDA 3x en 2020); un nivel de endeudamiento asumible dada la naturaleza del negocio. El fuerte crecimiento de ingresos y flota estimado tendrá su reflejo en un crecimiento de la deuda neta hasta alcanzar niveles de c. EUR 170Mn en 2024e (Gráfico 37), esencialmente como resultado del fuerte crecimiento de la flota que esperamos se sitúe en c. 20.000 vehículos a cierre de 2024e.

No obstante, pese al escenario de fuerte inversión (CAPEX) estimado para 2024e (Ingresos x2 vs 2020), el crecimiento estimado en EBITDA permitirá reducir la DN/EBITDA a niveles de c. 2,5x en 2024 (vs c. 3x actual). Unos niveles razonables y en línea con los vistos en el sector del renting.

En conclusión: cto. de doble dígito en ingresos (+16% 21e-24e), manteniendo márgenes (Mg. EBIT c. 11%) y con una deuda razonable (DN/EBITDA 24e 2,5x)

Hoy ALQ puede ser vista como una historia de crecimiento. Y, en nuestra opinión se encuentra en buena posición para seguir creciendo durante el período 2021e-2024e. En concreto, destacamos:

- **Capacidad de seguir creciendo con fuerza en ingresos (+16% TACC 2021e-2024e).** El escenario que planteamos es el de consolidar facturación de c. EUR 120Mn en 2024e (+16% TACC 21e-24e). Por varias razones: (i) apalancamiento sobre una red comercial ya creada (la expansión geográfica ya está “hecha”), (ii) producto/servicio con capacidad de ganar cuota de mercado de forma sistemática (c. 15% en 2021e; +7p.p. desde 2018) y (iii) convergencia del mercado español de renting a tasas de penetración similares a las vistas en otros países de Europa (c. 2,5% en España vs 4,5% en UK), un driver de crecimiento muy potente apoyado por “macro-tendencias” (transición del pago por posesión al pago por uso).
- **Negocio recurrente y bien diversificado.** Lo que implica que no hay sobreexposición a ningún cliente o sector. Una diversificación que resta ciclicidad (implica menos riesgo) y ofrece más oportunidades de crecimiento.
- **Con capacidad de mantener (o mejorar) márgenes (Mg. EBIT c. 11%).** El rápido crecimiento de su red comercial (11 aperturas desde 2018, 6 desde enero de 2020) implica que algunas de las delegaciones de ALQ aún se encuentren en fase de “despegue”. Lo que, en nuestra opinión, ofrece cierta capacidad de mejora de márgenes (como referencia el líder del sector en España generó en 2020 un margen EBIT de c. 15%).
- **Y manteniendo un endeudamiento razonable (DN/EBITDA 24e c. 2,5x).** Pese al escenario de fuerte inversión que planteamos, ALQ sería capaz de mantener unas métricas de apalancamiento razonables durante todo el período estimado (DN/EBITDA 2022e 2,9x, que se reduce hasta c. 2,5x en 2024e; vs c. 1,4x de Northgate).

Todo lo anterior constituye, en sí mismo, el equity story de ALQ: una compañía con una posición de referencia en un “nicho” en pleno crecimiento (renting flexible). Y que combina un alto crecimiento, con capacidad de sostener (o mejorar ligeramente) sus márgenes y sin riesgo de balance (con un endeudamiento razonable durante todo el período estimado).

Pero... ¿Y en el más largo plazo? El escenario de fuerte inversión que planteamos debiera permitir a ALQ cerrar 2024e con una flota de c. 20.000 vehículos y una cuota de mercado de c. 20% (vs c. 15% en 2021e y c. 8% en 2018). Si elevamos la vista más allá de 2024e, consideramos que ALQ entraría en una nueva fase caracterizada por la racionalización del CAPEX a niveles de c. 50-60% s/Vtas, que haría posible estimar una generación de FCF positivo “ya” en 2025e (FCF Rec. 2025e de c. EUR 4Mn). Lo que se traduciría en un FCF yield (a precios actuales) del +13%.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(21,9)	(11,5)	(4,9)	n.a.			
Market Cap	31,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	109,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,5%	Coste de la deuda neta			3,2%	4,0%	
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%	3,2%	
Risk free rate (rf)	1,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,7%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	12,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	22,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	77,9%	D			=	=	
WACC	4,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			4,1%	5,2%	
G "Razonable"	1,5%				1,5%	1,0%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Avis Budget	CAR-US	8.671,5	7,9	-18,2%	13,4	-7,4%	2,6	4,6%	19,1%	11,4%	-2,6%
Hertz	HTZ-US	7.336,8	5,6	-20,4%	8,7	-9,9%	2,0	6,7%	23,4%	18,2%	n.a.
Sixt	SIX2-DE	4.743,0	23,0	3,1%	8,8	14,2%	3,2	18,2%	37,0%	n.a.	52,2%
ALD Automotive Ltd.	ALD-FR	4.235,0	5,7	-1,7%	22,1	-1,1%	2,0	-2,7%	9,3%	n.a.	-96,7%
Europcar	EUCAR-FR	2.507,3	38,5	n.a.	20,6	n.a.	2,1	n.a.	10,3%	4,5%	n.a.
Redde Northgate PLC	REDD-GB	1.041,1	7,7	-2,3%	3,8	n.a.	1,1	1,8%	28,6%	5,5%	n.a.
Alquiler de vehículos			14,7	-7,9%	12,9	-1,0%	2,2	5,7%	21,3%	9,9%	-15,7%
ALQ	ALQ-ES	31,2	5,8	5,1%	2,9	14,6%	1,6	12,9%	55,1%	n.a.	41,4%

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	60,6%	65,7	2,2x
Central	55,1%	59,8	2,5x
Min	49,6%	53,8	2,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e		
EBITDA 23e	63,9%	71,0%	78,1%
65,7	(1,3)	(9,0)	(16,7)
59,8	(7,3)	(15,0)	(22,7)
53,8	(13,3)	(21,0)	(28,7)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Ralentización del crecimiento en flota.** Una de las hipótesis clave sobre las que pivota nuestro modelo es la continuidad del crecimiento de la flota de vehículos. Nuestras proyecciones consideran un crecimiento neto de la flota de c. 2.500 vehículos en 2022e (resultado de la compra de c. 4.500 vehículos y la venta de c. 2.000). Una ralentización del ritmo de adquisición de vehículos hasta niveles de c. 3.000 vehículos al año (similar al visto en 2019) como consecuencia de la incertidumbre actual del sector auto (las disrupciones en las cadenas de suministros del sector siguen suponiendo un reto) implicaría una contracción de nuestra estimación de ingresos 2022e de -4,6% (y de -9% en términos de EBIT).
- 2. Sensibilidad de los ingresos ante variaciones en el precio del renting.** Nuestro modelo recoge una subida del precio de renting de vehículos (c. 85% s/Ingresos ALQ) de c. 4% en 2021e (resultado del entorno inflacionista actual). Y, pese a que no consideramos subidas adicionales, una vuelta del precio del renting a niveles de 2020 (-4% vs precio estimado para 2022e), se traduciría en una contracción del EBITDA de -4,3% (y de c. -19,5% en términos de EBIT).
- 3. Contracción en la tasa de ocupación de la flota de vehículos.** El escenario de inversión que planteamos debiera permitir a ALQ cerrar 2022e con una flota de c. 15.500 vehículos (+18,1% vs 2021). Y, pese al fuerte crecimiento de la flota, estimamos niveles de ocupación del 91% en 2022e (en línea con la media histórica 2016-2020). No obstante, períodos de fuerte crecimiento como el que planteamos podrían traducirse en descensos (temporales) de la tasa de ocupación.

Un descenso en la tasa de ocupación media de la flota de vehículos hasta niveles del 88% (nivel visto en 2015) implicaría una contracción del -2,8% de los ingresos estimados en 2022e, del -3,5% en términos de EBITDA y del -16% en EBIT (Mg. EBIT c. 10% vs c. 12% estimado).

- 4. Competencia y riesgo comercial.** En la actualidad, el renting flexible de vehículos para uso comercial en España (nicho en el que opera ALQ) es un sector en crecimiento (en el que Northgate ostenta una cuota de mercado de c. 47% y ALQ de c. 15%). La entrada al mercado de renting flexible de los principales jugadores de renting tradicional (con mayor poder de negociación en precios y condiciones con los fabricantes de vehículos) produciría un incremento de la oferta que podría conducir a un exceso de capacidad de vehículos: incrementando la competencia y presionando el precio del renting a la baja en el corto plazo.
- 5. Endeudamiento y evolución de los tipos de interés.** El escenario de fuerte inversión que planteamos para el período 2022e-2024e tendrá su reflejo (lógico) en un crecimiento de la deuda hasta niveles de c. EUR 170Mn en 2024e (DN/EBITDA c. 2,5x y gasto financiero de c. EUR 5Mn (coste de la deuda c. 3%). Un incremento del coste de la deuda hasta c. 4% (niveles vistos en 2016) se traduciría en un incremento de c. +44% del gasto financiero estimado en 2024e hasta EUR 7,1Mn (c. 55% s/EBIT 2024e); lo que reduciría el Beneficio Neto 2024e en c. -27%. Un riesgo a medio plazo, dado que la práctica totalidad de la deuda actual (vencimiento medio 36 meses) se encuentra fijada a un coste c. 3%.
- 6. Subida del precio de adquisición de los vehículos nuevos.** Durante el período 2017-2020 el precio medio de adquisición de los vehículos nuevos de ALQ se incrementó c. +5% TACC. Y tras la subida esperada en 2021e (c. +3%) nuestras proyecciones no consideran subidas de precio adicionales. Un aumento del +10% en el precio de adquisición de vehículos nuevos produciría un incremento del CAPEX 2022e estimado del 10% hasta EUR 83Mn; lo que se traduciría en un aumento de la Deuda Neta hasta EUR 155Mn (DN/EBITDA c. 3x vs 2,9x de nuestra estimación inicial).
- 7. Riesgo por cambios en la regulación.** Un riesgo inherente a la industria de automoción, donde se está produciendo una transición hacia un modelo más sostenible desde un punto de vista medioambiental. En la actualidad, el 7,2% de la flota de ALQ es de combustible alternativo (vs 6,1% en 2019). Cualquier cambio en la regulación que afecte al uso de vehículos diésel o gasolina impactará directamente sobre el valor del activo de ALQ (y sobre sus necesidades de inversión).

Gobierno corporativo

Control y gestión en la misma mano (con larga experiencia en el sector)

La familia Acebes, fundadora de Fualsa en los años 80 (Compañía adquirida por Northgate en 2006 con una flota de 23.000 vehículos; líder en España de renting flexible con c. 45% de cuota) adquiere el 100% de ALQ en 2009 (fundada por Jaime Izquierdo; hoy miembro del Consejo de Administración). Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de ALQ son los siguientes:

La familia Acebes se mantiene como accionista de control. Y plenamente involucrada en la gestión de la compañía... Tras la salida a bolsa de ALQ (julio, 2018), la familia Acebes mantiene una participación de control del 70,1% del capital (Tabla 5) distribuida entre: (i) Miguel Ángel Acebes Acebes (que ocupa la presidencia de la Compañía y del Consejo de Administración; participación del 37,3%), y sus hijos, (ii) Marianela Acebes Moreno (Consejera Delegada desde 2018 y miembro del Consejo de Administración; participación del 16,4%) y (iii) Miguel Acebes Moreno (que no posee ningún cargo dentro de la Compañía; participación del 16,4%). Accionistas de control que no han variado desde 2018 y con aparente vocación de permanencia. Lo que implica que, a día de hoy, la posibilidad de cambios en el accionariado no es un factor a tener en cuenta.

Tabla 5. Estructura accionarial

Nombre	Directo	Indirecto	
Sebeca Ikap, S.L. ¹	52,1%	-	-
Miguel Ángel Acebes Acebes	6,0%	31,3%	37,3%
Marianela Acebes Moreno	6,0%	10,4%	16,4%
Miguel Acebes Moreno	6,0%	10,4%	16,4%
TOTAL	70,1%		

Nota 1: La familia Acebes es propietaria del 100% del capital social de Sebeca Ikap, S.L. (patrimonial de la familia Acebes; propietaria del 52% de ALQ).

Tabla 6. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	% Capital
Miguel Ángel Acebes	Dominical	2015	37,3%
Marianela Acebes	Ejecutivo	2015	16,4%
José Ramón Calvo	Ejecutivo	2021	0,0%
Jaime Izquierdo	Dominical	2016	0,0%
Alfonso Martín	Independiente	2016	0,0%
Jesús Carlos Jiménez	Dominical	2016	0,0%
Eduardo Ajuria	Independiente	2016	0,0%
Raquel Fernández	Secretario no consejero	2018	0,0%
Total			53,7%

Nota: porcentaje de capital incluyendo participación directa e indirecta (a través de la patrimonial Sebeca Ikap).

... lo que, a priori, garantiza una plena alineación con los intereses de los minoritarios. El Consejo de Administración de ALQ se ha mantenido estable desde su salida a bolsa (2018). Compuesto por siete miembros, tres de ellos dominicales (entre los que se encuentra Miguel Ángel Acebes Acebes, Presidente y vocal del Comité de Auditoría), dos ejecutivos (Marianela Acebes Moreno - CEO - y José Ramón Calvo Criado - Director General Corporativo -) y dos independientes (Alfonso Martín Murcharaz - Presidente del Comité de Auditoría -, y Eduardo Ajuria Fernández - Vocal del Comité de Auditoría -). La duración del cargo de consejero de la sociedad está limitada por los Estatutos a un plazo de 6 años, pudiendo ser reelegidos, una o más veces, por periodos de igual duración. En su conjunto, el Consejo controla de forma directa e indirecta el 53,7% del capital.

Tabla 7. Principales indicadores del Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021
% de consejeros independientes	28,5%	28,5%	28,5%
% de consejeros dominicales	43,0%	43,0%	43,0%
% de consejeros ejecutivos	28,5%	28,5%	28,5%
% de mujeres en el consejo de administración	14,2%	14,2%	14,2%
% Remuneración del Consejo/gastos de personal	10,8%	9,4%	7,9% ¹

Nota: Estimación para 2021e realizada por Lighthouse.

Aunque (aún) con presencia reducida de consejeros independientes. Los consejeros independientes ocupan 2 asientos (Alfonso Martín con perfil tributario/legal y Eduardo Ajuria, con 30 años de experiencia en el sector automoción). Aunque mantiene la independencia de su Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento (presidida por Alfonso Martín Murcharaz y mayoritariamente integrada por consejeros independientes). Actualmente, ALQ no tiene una Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

La retribución del Consejo de Administración se ha mantenido estable desde su salida a bolsa en 2018. En 2020, la remuneración del Consejo de Administración ascendió a EUR 0,4Mn (c. 9,5% s/gastos de personal vs c. 11% en 2019) de los que EUR 0,3Mn correspondieron a una asignación fija y EUR 0,1Mn a remuneración variable. No existen compromisos por complementos a pensiones, avales o garantías concedidas a favor del Consejo de Administración.

Equipo directivo cualificado y especializado en el sector del renting flexible. Con más de 30 años de experiencia en la industria en el caso de Miguel Angel Acebes y José Ramón Calvo (actualmente en la dirección general de ALQ y miembro del Consejo de Administración). Y larga antigüedad en la Compañía (desde 2009 en el caso del Presidente y la CEO). Pleno foco en el crecimiento orgánico: durante los últimos 3 años (DN/EBITDA Media < 3x) no se han realizado operaciones corporativas de calado.

Gobernanza y sostenibilidad. ALQ cuenta con un código ético y de conducta. Asimismo, desde 2015, ha implantado un Sistema de Gestión Ambiental de acuerdo con la norma UNE-EN ISO 14001, que ofrece la posibilidad de sistematizar los aspectos ambientales que se generan en cada una de las actividades que se desarrollan en la organización, además de promover la protección ambiental y la prevención de la contaminación (enfocando la política ambiental en el desarrollo sostenible).

La compañía ha reducido el índice medio de emisión de Co2 por vehículo a 1,53 g/Km (vs media de 1,23g/km por vehículo fabricado en 2019 en Europa según la ACEA). Lo que ha sido posible mediante la compra de vehículos de combustible alternativo (hoy, 7,2% s/flota total vs 6,1% en 2019) y la reducción de emisiones de los vehículos nuevos adquiridos. En el ámbito social, ALQ colabora desde hace años con diversas fundaciones como A La Par, Avanza ONG y Emercam.

Sin política explícita de diversidad. Marianela Acebes, que ocupa el cargo de consejera delegada desde 2018, es la única mujer miembro del Consejo de Administración y de la cúpula directiva de ALQ. La presencia de mujeres ascendió a c. 35% de la plantilla en 2020 (un nivel que se habría mantenido estable desde 2017; aunque en un sector en el que el porcentaje de mujeres es estructuralmente bajo).

Transacciones con partes vinculadas. Una parte de las instalaciones físicas donde ALQ desarrolla su actividad (naves y delegaciones) son propiedad de Navegama, S.L. (vinculada a la familia Acebes). Las transacciones durante el ejercicio 2020 con Navegama ascendieron a c. EUR 0,6Mn correspondientes a pagos de alquileres como arrendatario (+27% vs 2019; 1,2% s/Ingresos, 4% s/otros costes de explotación). Adicionalmente, ALQ mantenía un importe de EUR 0,2Mn entregados en concepto de fianzas.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado material	55,2	73,5	93,0	107,2	141,6	167,4	185,1	196,0		
Otros activos no corrientes	0,9	1,0	1,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1		
Inmovilizado financiero	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	10,2	11,6	14,5	14,0	17,8	23,6	27,7	32,3		
Total activo	66,5	86,3	109,4	124,1	162,3	193,9	215,7	231,2		
Patrimonio neto	10,4	20,9	23,0	25,3	29,3	34,7	40,5	46,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	3,5	4,9	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	51,0	59,5	78,0	89,4	122,9	147,8	162,8	171,4		
Pasivo circulante	2,3	2,4	3,5	3,1	3,9	5,2	6,1	7,1		
Total pasivo	66,5	86,3	109,4	124,1	162,3	193,9	215,7	231,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	31,8	41,4	50,9	58,9	76,0	93,2	108,5	118,8	24,3%	16,0%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	34,9%	30,1%	22,9%	15,8%	29,0%	22,5%	16,5%	9,5%		
Coste de ventas	(3,6)	(4,1)	(4,8)	(5,2)	(7,2)	(8,9)	(11,1)	(10,6)		
Margen Bruto	28,3	37,3	46,0	53,7	68,8	84,2	97,4	108,2	24,9%	16,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	88,8%	90,0%	90,5%	91,1%	90,5%	90,4%	89,8%	91,1%		
Gastos de personal	(2,5)	(3,3)	(4,1)	(4,7)	(5,9)	(6,7)	(7,4)	(7,9)		
Otros costes de explotación	(8,6)	(11,8)	(14,5)	(17,0)	(21,8)	(26,2)	(30,2)	(32,9)		
EBITDA recurrente	17,2	22,2	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	24,4%	17,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	29,9%	29,1%	23,8%	16,7%	28,6%	24,6%	16,5%	12,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	53,9%	53,5%	53,9%	54,3%	54,1%	55,1%	55,1%	56,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-	-	-		
EBITDA	17,1	22,1	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	24,5%	17,9%
Depreciación y provisiones	(12,3)	(16,7)	(21,4)	(26,1)	(31,8)	(40,0)	(47,5)	(54,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	4,8	5,4	6,1	5,9	9,4	11,3	12,3	12,9	18,0%	11,2%
<i>Cto. EBIT</i>	8,5%	11,7%	12,2%	-3,0%	59,3%	20,1%	9,3%	4,8%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	15,2%	13,1%	11,9%	10,0%	12,3%	12,1%	11,3%	10,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,7)	(2,1)	(2,4)	(2,6)	(3,2)	(4,0)	(4,6)	(4,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	3,2	3,3	3,7	3,3	6,2	7,2	7,7	8,0	18,1%	9,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	2,5%	4,8%	10,6%	-11,2%	88,6%	17,3%	6,8%	3,4%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	3,2	3,3	3,7	3,3	6,2	7,2	7,7	8,0	18,1%	9,0%
Impuestos	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,8)	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(2,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	24,8%	25,1%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	2,4	2,5	2,7	2,4	4,6	5,4	5,8	6,0	18,0%	9,0%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	3,0%	4,4%	10,6%	-11,0%	88,7%	17,3%	6,8%	3,4%		
Beneficio ordinario neto	2,4	2,5	2,8	2,4	4,6	5,4	5,8	6,0	17,8%	9,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	3,4%	4,2%	10,2%	-11,5%	89,5%	17,3%	6,8%	3,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente					59,8	51,3	59,8	67,4	24,4%	17,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var. capital circulante	-	-	-	-	(3,2)	(4,5)	(3,2)	(3,6)		
Cash Flow operativo recurrente					56,6	46,8	56,6	63,8	23,3%	18,7%
CAPEX	-	-	-	-	(74,1)	(75,6)	(77,1)	(77,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	(3,2)	(4,0)	(4,6)	(4,9)		
Impuestos	-	-	-	-	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(2,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽¹⁾	-	-	-	-	7,8	9,7	12,0	11,6		
Free Cash Flow Recurrente					(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)	-24,0%	36,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow					(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)	-24,0%	36,1%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	(0,7)	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta					33,5	24,9	15,0	8,6		

Nota 1: Adquisiciones / Desinversiones refleja el ajuste en FCF por el valor residual de los vehículos de ocasión vendidos.

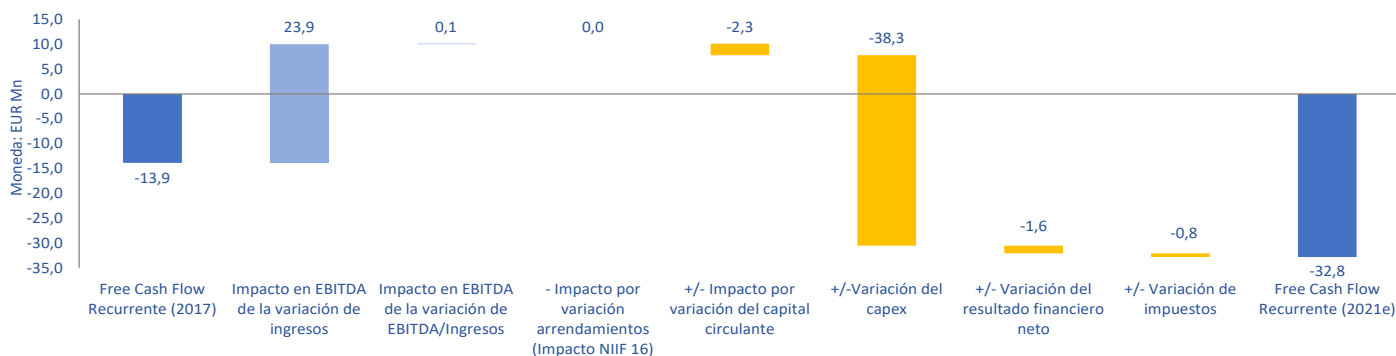
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21e	21e-24e
EBITDA recurrente	22,2	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	22,9%	17,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	29,1%	23,8%	16,7%	28,6%	24,6%	16,5%	12,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	53,5%	53,9%	54,3%	54,1%	55,1%	55,1%	56,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	(1,8)	0,1	(3,0)	(4,5)	(3,2)	(3,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	20,8	25,7	32,1	38,2	46,8	56,6	63,8	22,4%	18,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,1%	23,3%	25,1%	18,9%	22,5%	21,1%	12,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	50,3%	50,5%	54,5%	50,2%	50,2%	52,2%	53,7%		
- CAPEX	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,1)	(75,6)	(77,1)	(77,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,1)	(2,4)	(2,6)	(3,2)	(4,0)	(4,6)	(4,9)		
- Impuestos	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(2,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,4	5,1	5,7	7,8	9,7	12,0	11,6		
= Free Cash Flow recurrente	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)	-25,8%	36,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-18,9%	-12,4%	37,1%	-181,9%	24,0%	39,9%	42,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)	-25,8%	36,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-18,9%	-12,4%	37,1%	-181,9%	24,0%	39,9%	42,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(13,9)	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,8)	(24,9)	(15,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	5,2	5,1	4,3	9,3	9,3	8,5	5,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	0,2	0,2	(0,2)	0,9	0,0	2,0		
= Variación EBITDA recurrente	5,0	5,3	4,6	9,1	10,1	8,5	7,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,7)	(0,4)	1,8	(3,1)	(1,6)	1,4	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,3	4,8	6,4	6,1	8,6	9,9	7,2		
+/- Variación del CAPEX	(7,1)	(6,2)	0,5	(25,5)	0,4	0,8	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
+/- Variación de impuestos	0,6	(0,3)	0,2	(1,2)	(0,3)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,6)	(2,0)	6,9	(21,2)	7,9	9,9	6,4		
Free Cash Flow Recurrente	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	5,4	6,1	5,9	9,4	11,3	12,3	12,9	20,1%	11,2%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	25,1%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(2,3)	(2,8)	(3,1)	(3,2)		
EBITDA recurrente	22,2	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	22,9%	17,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	(1,8)	0,1	(3,0)	(4,5)	(3,2)	(3,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	20,8	25,7	32,1	38,2	46,8	56,6	63,8	22,4%	18,7%
- CAPEX	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,1)	(75,6)	(77,1)	(77,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(2,3)	(2,8)	(3,1)	(3,2)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,4	5,1	5,7	7,8	9,7	12,0	11,6		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(15,6)	(17,1)	(10,1)	(30,4)	(21,9)	(11,5)	(4,9)	-25,0%	45,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-23,5%	-10,0%	40,7%	-199,7%	28,0%	47,3%	57,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(15,6)	(17,1)	(10,1)	(30,4)	(21,9)	(11,5)	(4,9)	-25,0%	45,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-23,5%	-10,0%	40,7%	-199,7%	28,0%	47,3%	57,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

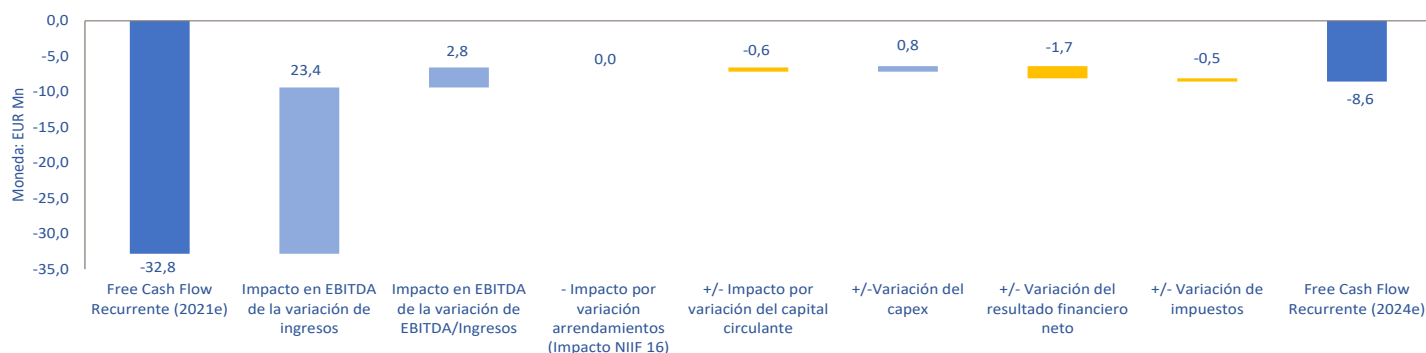
Nota 1: ALQ presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

Nota 2: Adquisiciones / Desinversiones refleja el ajuste en FCF por el valor residual de los vehículos de ocasión vendidos.

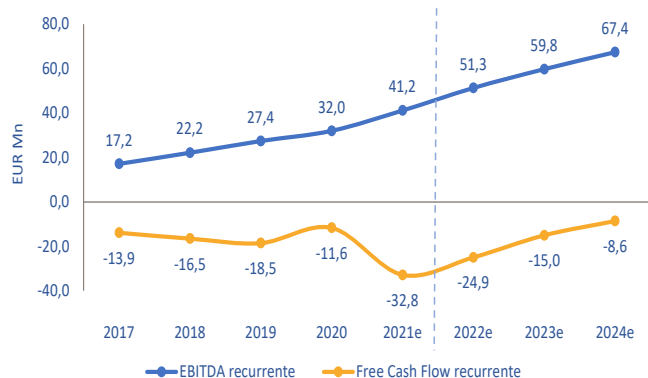
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021e)



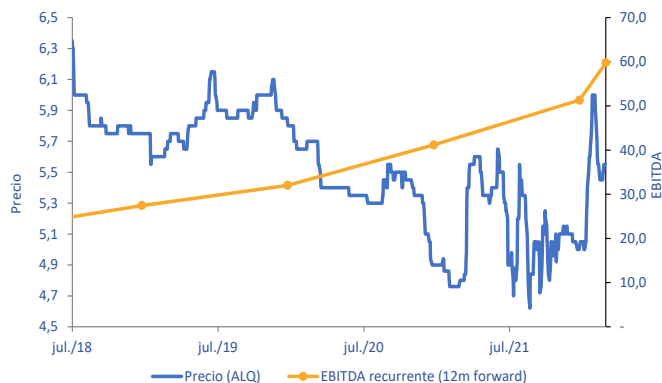
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021e - 2024e)



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	31,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	6,8	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	109,6	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 6m 2021
+/- Otros		Rdos. 6m 2021
Enterprise Value (EV)	146,5	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC	
															15-21e	21e-24e
Total Ingresos					18,8	23,6	31,8	41,4	50,9	58,9	76,0	93,2	108,5	118,8	26,2%	16,0%
Cto. Total ingresos					38,3%	25,3%	34,9%	30,1%	22,9%	15,8%	29,0%	22,5%	16,5%	9,5%		
EBITDA					10,4	13,2	17,1	22,1	27,4	32,0	41,2	51,3	59,8	67,4	25,7%	17,9%
Cto. EBITDA					39,8%	26,6%	29,8%	29,2%	23,9%	16,8%	28,5%	24,6%	16,5%	12,8%		
EBITDA/Ingresos					55,4%	56,0%	53,9%	53,5%	53,9%	54,4%	54,1%	55,1%	55,1%	56,7%		
Beneficio neto					1,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,4	4,6	5,4	5,8	6,0	20,0%	9,0%
Cto. Beneficio neto					91,6%	49,6%	3,0%	4,4%	10,6%	-11,0%	88,7%	17,3%	6,8%	3,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6		
BPA (EUR)					0,28	0,42	0,43	0,45	0,49	0,44	0,82	0,96	1,03	1,07	19,8%	9,0%
Cto. BPA					n.a.	49,6%	3,0%	4,5%	10,6%	-10,7%	86,0%	17,3%	6,8%	3,4%		
BPA ord. (EUR)					0,39	0,42	0,43	0,45	0,50	0,44	0,82	0,96	1,03	1,07	13,2%	9,0%
Cto. BPA ord.					n.a.	6,7%	3,4%	4,3%	10,2%	-11,2%	86,9%	17,3%	6,8%	3,4%		
CAPEX					(18,4)	(20,5)	(31,6)	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,1)	(75,6)	(77,1)	(77,1)		
CAPEX/Vtas %					97,5%	86,9%	99,2%	95,2%	91,2%	78,9%	97,4%	81,1%	71,0%	64,9%		
Free Cash Flow					(9,4)	(11,0)	(13,9)	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,8)	(24,9)	(15,0)	(8,6)	-23,1%	36,1%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾					2,7x	2,9x	3,0x	2,7x	2,8x	2,8x	3,0x	2,9x	2,7x	2,5x		
PER (x)					n.a.	n.a.	n.a.	12,9x	11,8x	11,1x	6,1x	5,8x	5,4x	5,2x		
EV/Vtas (x)					n.a.	n.a.	n.a.	2,30x	2,27x	2,08x	2,06x	1,57x	1,35x	1,23x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾					n.a.	n.a.	n.a.	4,3x	4,2x	3,8x	3,8x	2,9x	2,5x	2,2x		
Comport. Absoluto					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	-16,2%	2,0%	11,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,0%	-0,9%	-5,5%	24,3%				

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: ALQ presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

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

Anexo 5. Principales comparables 2022e

		Alquiler de vehículos								
		Avis Budget		Hertz	Sixt	ALD Automotive Ltd.	Europcar	Redde Northgate PLC	Average	ALQ
		EUR Mn								
Datos Mercado	Ticker (Factset)		CAR-US	HTZ-US	SIX2-DE	ALD-FR	EUCAR-FR	REDD-GB		ALQ-ES
	País		USA	USA	Germany	France	France	UK		Spain
	Market cap		8.671,5	7.336,8	4.743,0	4.235,0	2.507,3	1.041,1		31,2
	Enterprise value (EV)		24.556,6	16.665,1	7.359,3	22.621,9	5.972,3	1.739,3		146,5
Información financiera básica	Total Ingresos		9.570,6	8.230,6	2.266,3	11.041,3	2.818,5	1.614,9		93,2
	Cto.Total Ingresos		11,8%	22,0%	-0,7%	5,4%	24,0%	8,4%	11,8%	22,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)		4,6%	6,7%	18,2%	-2,7%	n.a.	1,8%	5,7%	12,9%
	EBITDA		1.830,1	1.925,1	837,5	1.021,6	289,5	461,1		51,3
	Cto. EBITDA		-56,4%	-27,0%	-1,4%	-23,7%	-21,4%	6,3%	-20,6%	24,6%
	2y TACC (2022e - 2024e)		-7,4%	-9,9%	14,2%	-1,1%	n.a.	n.a.	-1,0%	14,6%
	EBITDA/Ingresos		19,1%	23,4%	37,0%	9,3%	10,3%	28,6%	21,3%	55,1%
	EBIT		2.078,6	1.951,4	476,1	956,9	184,0	179,9		11,3
	Cto. EBIT		8,3%	2,7%	-0,6%	-24,8%	-17,9%	3,8%	-4,8%	20,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)		-15,8%	-19,9%	3,7%	-1,6%	n.a.	n.a.	-8,4%	7,0%
	EBIT/Ingresos		21,7%	23,7%	21,0%	8,7%	6,5%	11,1%	15,5%	12,1%
	Beneficio Neto		1.099,1	1.289,9	317,3	736,0	82,0	136,7		5,4
	Cto. Beneficio Neto		-7,0%	283,3%	1,3%	-15,7%	182,8%	5,0%	75,0%	17,3%
	2y TACC (2022e - 2024e)		-16,1%	-25,5%	3,1%	-1,6%	n.a.	n.a.	-10,0%	5,1%
CAPEX/Ventas		2,4%	2,6%	1,6%	0,7%	3,0%	12,4%	3,8%	81,1%	
Free Cash Flow		988,2	1.336,7	(57,4)	(1.007,0)	112,9	57,7		(24,9)	
Deuda financiera Neta		2.474,0	5.501,5	1.851,0	19.733,8	234,0	658,9		147,8	
DN/EBITDA (x)		1,4	2,9	2,2	19,3	0,8	1,4	4,7	2,9	
Pay-out		0,0%	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	44,2%	14,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)		7,9	5,6	23,0	5,7	38,5	7,7	14,7	5,8
	P/BV (x)		15,7	2,2	4,4	0,9	4,0	0,8	4,7	0,9
	EV/Ingresos (x)		2,6	2,0	3,2	2,0	2,1	1,1	2,2	1,6
	EV/EBITDA (x)		13,4	8,7	8,8	22,1	20,6	3,8	12,9	2,9
	EV/EBIT (x)		11,8	8,5	15,5	23,6	32,5	9,7	16,9	13,0
	ROE		198,3	40,2	19,2	14,9	10,4	11,0	49,0	16,9
	FCF Yield (%)		11,4	18,2	n.a.	n.a.	4,5	5,5	9,9	n.a.
	DPA		0,00	0,00	2,38	0,96	0,00	0,25	0,60	0,00
Dvd Yield		0,0%	0,0%	2,0%	9,2%	0,0%	5,9%	2,8%	0,0%	

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
09-Mar-2022	n.a.	5,55	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

