

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 06/04/2021
Rating date 05/04/2024

Contacts

Lead analyst

Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de General de Alquiler de Maquinaria S.A (GAM), pasando de “BB” a “BB+”, cambiando la tendencia de Positiva a Estable.
- El cambio en la calificación se fundamenta en la modificación de la escala considerada para evaluar financieramente a GAM, pasando de considerarse la escala estándar a la aplicación de los criterios de baja volatilidad. Esto viene motivado por unos niveles de rentabilidad que presentan un comportamiento históricamente estable, dada la naturaleza de la principal actividad del grupo (alquiler de maquinaria), donde un alto volumen de ingresos mantiene una recurrencia relevante y unos rendimientos asegurados, lo que reduce la exposición al ciclo significativamente.
- El rating se apoya en el sólido modelo de negocio donde destacan ventajas competitivas consolidadas, la buena diversificación de ingresos en una industria madura que presenta favorables fundamentos (buenos márgenes de rentabilidad, baja volatilidad, elevadas barreras de entrada y unas perspectivas de crecimiento ligadas a la evolución macroeconómica) junto a la favorable valoración del accionista mayoritario, cuyo carácter industrial y holgada capacidad financiera, refuerzan el rating otorgado. Asimismo, se destaca un nivel de endeudamiento relativamente controlado en función de la industria en la que opera (DFN/EBITDA ~3.5x y FFO/DFN de ~20.0% en promedio).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por el aún modesto tamaño actual de la empresa en una industria altamente atomizada, lo que afecta su posicionamiento competitivo. Además, el grupo muestra una ajustada autonomía financiera (Patrimonio neto/DFT ~30%) y una baja cobertura de intereses (EBITDA/intereses ~4.5x).
- En línea con nuestra metodología, el sector de *capital goods* presenta un riesgo medio-alto en términos de ESG (*sector heatmap* entre 3,5 y 3,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en un *notch*. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1 y 4), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.

Descripción de la Compañía

GAM constituye un grupo de origen asturiano especializado en el servicio integral de alquiler de maquinaria para necesidades de elevación, manipulación, manutención y energía. Además, complementa su actividad ofreciendo servicios de mantenimiento, formación, compra-venta, distribución de diferentes marcas de maquinaria, así como otros servicios auxiliares. A cierre del ejercicio 2023, GAM presentó una cifra de negocios de €280,9m (+25,8% YoY) con un EBITDA recurrente de €73,7m (margen EBITDA del 26,2%), registrando un ratio de DFN/EBITDA ajustado de 4,0x. GAM cotiza en la Bolsa de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao desde el 2006, (capitalización bursátil alcanzó los €119,1m al 25/03/2024).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por elevados márgenes con baja volatilidad, altas barreras de entrada y unas perspectivas de crecimiento ligadas a la evolución macroeconómica.**

Aunque el sector de alquiler de maquinaria en España está altamente fragmentado (>1.250 compañías), son pocos grupos empresariales de mayor tamaño los que dominan la industria con su amplia oferta. Los márgenes de rentabilidad son buenos (EBIT entre 9.0% y 13.0%) con baja volatilidad dado que la mayoría de los contratos de alquiler se gestionan a través de tarifas *pass-through*. Las barreras de entradas son elevadas dado el volumen de inversión inicial, *know-how*, experiencia y fidelización de clientes necesario para ser competitivo en el sector. Las perspectivas de la industria son favorables beneficiado por ser un sector que, a través de la externalización de servicios, otorga a las diferentes industrias destino ventajas y flexibilidad en cuanto al ahorro de costes fijos, eficiencia y adecuación a la demanda. Sin embargo, el deterioro del contexto económico (inflación, costes de estructura y financiación, etc.) podría tener un impacto significativo en la situación financiera o en los resultados de las empresas.

- El sector tiene una exposición media-alta a ESG (sector *heatmap score* entre 3,5 y 3,9).**

El sector de maquinarias está caracterizado por el uso de una cantidad significativa de materias primas y su impacto medioambiental (extracción, el transporte, etc). Las dificultades en el suministro de materias primas ante las incertidumbres geopolíticas constituyen un factor condicionante del sector. Consecuentemente, la exposición a ESG se considera media-alta, valoración que tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en un escalón.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo de referencia en el mercado ibérico aunque con limitado alcance a nivel internacional.**

GAM se posiciona como uno de los líderes dentro de la industria en España, en base a su fuerte experiencia y know-how, una amplia capilaridad de sus delegaciones y un parque de maquinaria amplio (+40.000 máquinas), diverso, de calidad y con una antigüedad media adecuada (6,2 años). Se valora positivamente la posición competitiva de GAM en el ámbito ibérico (España y Portugal), aunque se considera que las fortalezas y ventajas competitivas internacionalmente aún son limitadas.

- **Modelo de negocio más diversificado y menos intensivo en capital.**

GAM presenta un modelo de negocio que muestra una progresiva menor dependencia a la actividad del alquiler de maquinaria (56,8% en 2023 vs 65,2% en 2019), apostando por el crecimiento de sus negocios de largo plazo, así como aquellos que no requieren de capex (43,2% sobre las ventas vs 34,8% en 2019), aspecto que fortalece la recurrencia y solidez de la generación de resultados. Aunque GAM muestra una elevada concentración de ingresos en el mercado Ibérico (74,3% en España y 7,5% en Portugal), el grupo está potenciando el crecimiento en otros países donde ya tiene presencia (18,2% s/total de ingresos en 2023 vs 16,1% en 2022). Además de mantener una elevada diversificación a nivel de mercados y clientes, no existiendo una dependencia excesiva en alguna industria (la actividad constructora representa apenas un 6% s/ventas en 2023 vs 11% en 2022) y cliente (top 20 y top 1 representan un 14,6% y 1,6% respectivamente s/ventas de 2023).

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionista mayoritario de carácter industrial y holgada capacidad financiera.**

D. Francisco J. Riberas Mera es el principal accionista del grupo, ostentando una participación mayoritaria del 43,24%, destacando un 15% adicional distribuido entre sus tres hijos a partes iguales. Entre otros accionistas de relevancia en el grupo destaca el *family office* de la familia Domínguez con un 10,03%, así como el CEO D. Pedro Luis Fernández con un 6,00% y el Banco Santander con un 4,48%. El restante 21,26% es *free-float*. Se valora favorablemente la estructura de propiedad presentada con un núcleo sólido de accionistas de referencia, destacando el accionista principal, por su carácter industrial y su elevada capacidad financiera (copropietario de Gestamp, Gonvarri y CIE Automotive).

- **Equipo directivo cualificado cuya política financiera queda marcada por el relativo elevado apalancamiento.**

El equipo directivo es cualificado, con amplia experiencia en el sector y capacidad contrastada. La política financiera se caracteriza por nivel de endeudamiento relativamente elevado, aunque propio del sector (NFD/EBITDA > 3,5x en promedio), y una autonomía financiera limitada (PN/ DFT ~30% en promedio).

- **Neutra política ESG.**

GAM tiene una calificación neutra a ESG (puntuación de 1,75). Se considera que la estrategia empresarial se está adaptando para beneficiarse de las tendencias del sector relacionadas con ESG lo que está contribuyendo a limitar los riesgos y utilizar los ESG como una oportunidad. La puntuación es de 65 sobre 100, destacan las políticas medioambientales (puntuación de 83) en la gestión de la energía consumida, de las emisiones de CO2 y la electrificación del parque de maquinarias. Seguido del gobierno corporativo (puntuación de 75) por la presencia de miembros independientes en el comité ejecutivo, priorización de riesgos ESG y presencia de códigos de conducta y anticorrupción. Por último, las políticas sociales (puntuación de 33).

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Evolución positiva de los ingresos y el EBITDA con márgenes de rentabilidad estables.**

GAM alcanzó una cifra de negocio de €280,9m, +25,8% vs 2022 destacando la evolución positiva en todos los negocios y países. El EBITDA recurrente aumentó a €73,7m en 2023, +26,3% interanual, con un margen EBITDA que se mantuvo estable en 26,2% a pesar del contexto inflacionario, dado la capacidad de repercutir oportunamente en el precio final. Los gastos financieros ascendieron a €15,8m +69,6% vs el año anterior, derivado del incremento de los tipos de interés, así como por la adquisición de nueva deuda, lo que no ha permitido consolidar un mayor resultado antes de impuestos (EBT), situándose en €6,9m (1,8% por debajo del EBT en 2022). De cara a ejercicios futuros, GAM estima un incremento de la cifra de negocios vía crecimiento orgánico y a través de la consolidación de las adquisiciones realizadas en 2023 pero parcialmente captadas ese año, así como una mejora en el margen EBITDA en el periodo 2024-2028 (+1pp por año), lo cual está sujeto al incremento del negocio internacional en mercados con mejores rentabilidades y oportunidades, así como por alcance de mayores sinergias derivadas de las operaciones de M&A ya realizadas.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento relativamente elevado a cierre 2023.**

A pesar del incremento de la deuda financiera neta ajustada (+32,4% interanual) tras la adquisición de nueva deuda, la positiva evolución del negocio permitió a GAM mantener estable el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA de 4,0x). Aunque es un nivel de endeudamiento elevado, es característico de la industria dada la importante inversión en maquinaria. Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó hasta 4,7x (-1,6pp vs 2022) derivado del incremento de los tipos de interés en los nuevos contratos de financiación, así como en los ya existentes pero vinculados a un tipo de interés variable, valorándose este ratio como ajustado. De cara al ejercicio 2024, la empresa estima una reducción de los niveles de inversión, lo que junto con la consolidación de 12 meses en resultados de las operaciones de las adquisiciones completadas en el 2023 y la ejecución de la cartera de largo plazo, mejoraría el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA estimado de 3,7x), aunque con una cobertura de intereses y autonomía financiera que se mantendrían en niveles ajustados similares a los reportados en 2023.

Análisis de Flujo de Caja

- **Negativa generación de caja libre derivada de las elevadas inversiones acometidas.**

Se destaca la capacidad de generar, de forma creciente, flujos de caja procedente de sus operaciones (FFO de €52,7m en 2023 y €47,6m en 2022). Sin embargo, la empresa tuvo un déficit a nivel de FCF de €17,6m en 2023 derivado de las elevadas inversiones acometidas durante el año, lo cual disminuyó significativamente el saldo de efectivo y equivalentes (-32,1% vs 2022). No obstante, se destaca la aplicación del exceso de efectivo y equivalentes reportado a cierre de 2022 (variación de caja de +43,7m en 2022) derivado de la financiación del BEI completada a finales de ese año (€35m), siendo realizada las inversiones correspondientes en 2023.

Capitalización

- **Ajustada autonomía financiera.**

GAM continua bajo una estructura de financiación caracterizada por un ajustado nivel de autonomía financiera (PN/DFT) del 30,9% a cierre 2023, 3,7pp por debajo del 2022, afectado por el incremento de la deuda financiera total ajustada (+19,3% interanual) frente a un crecimiento del patrimonio neto más lento (+6,6% interanual). A pesar de ello, se destaca el valor del parque de maquinarias (valor neto contable de €344,4m), el cual a precios de mercado pudiera representar una palanca financiera adicional relevante ante potenciales escenarios de estrés.

Liquidez

- **Buena liquidez.**

El grupo cuenta con un sólido y recurrente CFO (estimado en €67,0m en 2024) que sumado a las líneas de financiación no dispuestas (€10M con el accionista principal y €6,7m de la línea de crédito a cierre 2023), al efectivo y equivalentes disponible a cierre 2023 (€39,1m) hacen prever que GAM no presentará dificultades para atender sus obligaciones de deuda en el corto plazo (€82,4m) así como la inversión mínima futura (inversión ya comprometida en maquinaria de €24,1m).

Modificadores

Controversias

- **Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.**

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.**

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Facturación	168.262	223.239	280.855	25,8%
EBITDA	44.221	58.339	73.654	26,3%
Margen EBITDA	26,3%	26,1%	26,2%	0,1pp
EBIT	11.021	16.653	23.244	39,6%
Margen EBIT	6,5%	7,5%	8,3%	0,8pp
EBT	3.519	7.049	6.920	-1,8%
Total Activo	339.209	449.522	537.224	19,5%
Patrimonio Neto	84.923	97.545	104.026	6,6%
Deuda Financiera Total Adj. ¹	192.894	282.179	336.533	19,3%
Deuda Financiera Neta Adj. ¹	179.014	224.638	297.449	32,4%
PN/DFT	44,0%	34,6%	30,9%	-3,7pp
DFN/EBITDA	4,0x	3,9x	4,0x	0,2x
FFO	40.109	47.635	52.728	10,7%
FFO/DFN	22,4%	21,2%	17,7%	-3,5pp
EBITDA/Intereses	5,7x	6,3x	4,7x	-1,6x

1El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €265,4m a cierre 2023 (destacando la exclusión de la deuda por: contratos con acuerdos de recompra, proveedores de inmovilizado, pagos aplazados por adquisición de compañías, etc), con un ratio DFN/EBITDA proforma de 3,4x.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB-
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Negativo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Governance</i>	<i>BBB-</i>
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>B-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB+

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA por debajo de 3,0x, FFO/DFN ajustada superior al 25% y EBITDA/intereses por encima de 5,0x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por encima del 35% en promedio). Mejora del perfil ESG.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Deterioro de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA por encima de 4,0x, FFO/DFN ajustada por debajo del 15% y EBITDA/intereses por debajo de 4,0x en promedio). Empeoramiento de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por debajo del 25% en promedio).

Perfil de Empresa

Actividad y Ámbito de Actuación

General de Alquiler de Maquinaria, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante 'GAM', 'la compañía' o 'el grupo') constituyen un grupo de origen asturiano fundado en 2003, especializado en el servicio integral de alquiler de maquinaria para necesidades de elevación, manipulación, mantenimiento y energía. La empresa cuenta con un elevado número de equipos (+40.000 máquinas), principalmente compuesto por equipos de mantenimiento, manipulación, elevación, energía y eventos, principalmente. El grupo complementa su actividad principal con servicios de mantenimiento, formación, compra-venta, distribución de diferentes marcas de maquinaria y otros servicios auxiliares. GAM opera en España, Portugal, Chile, Colombia, México, Perú, República Dominicana, Marruecos y Arabia Saudí.

La compañía divide su negocio en 11 líneas de actividad:

- Alquiler: alquiler de maquinaria y equipos para elevación, manipulación, mantenimiento, energía, de grúas y camiones grúa, así como otras maquinarias.
- Energía: alquiler de equipos para el suministro temporal de energía.
- Construcciones modulares: agrupa los negocios de elementos personalizables.
- Audiovisuales: montaje, realización y organización de eventos y las necesidades relacionadas con sonido, vídeo, iluminación y estructuras.
- Distribución: la compañía es distribuidor oficial de equipos de marcas de referencia (Hyster, Yale, Magni, Oil&Steel, Bravi, Mobilev, Logistrans, Tennant, VLX, etc.).
- Ocasión: compra y venta de maquinaria, subastas y repuestos.
- Ingeniería: especializada en los servicios de robótica, automatización y drones.
- Formación: formación certificada de operarios presencial y online.
- Mantenimiento: a todo tipo de máquinas propia y de terceros.
- Última milla: soluciones de reparto sostenible a través de vehículos ligeros y cero emisiones.
- Reviver: nueva línea dedicada a la refabricación de maquinarias (economía circular).

La compañía cotiza en la Bolsa de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao siendo la primera fecha de cotización el 13 de junio de 2006 (capitalización bursátil alcanzó los €119,1m al 25/03/2024).

Análisis Cualitativo

Sector

GAM desarrolla su negocio dentro de la industria del alquiler de equipos caracterizado por buenos márgenes de rentabilidad, baja volatilidad, barreras de entrada elevadas y unas perspectivas de crecimiento relativamente favorables.

Aunque el sector de alquiler de maquinaria en España está altamente fragmentado, son pocos grupos empresariales de mayor tamaño los que dominan la industria por su amplia oferta (márgenes de EBIT entre 9.0% y 13.0%) con baja volatilidad dado que la mayoría de los contratos de alquiler se gestionan a través de tarifas *pass-through*. Las barreras de entradas se consideran elevadas, dada la inversión inicial, experiencia y fidelización de clientes requerido para ser competitivo en el sector. La mayor demanda de equipos eléctricos o emisiones cero, en sustitución de equipos con motor diésel, tanto por parte de los clientes como por normativa medioambiental, intensifica las barreras de entrada y favorece la concentración.

Las perspectivas de la industria son relativamente favorables, beneficiado por ser un sector que, a través de la externalización de servicios, otorga a las diferentes industrias ventajas y flexibilidad en ahorro de costes fijos, eficiencia y adecuación a la demanda. Sin embargo, la evolución del contexto macroeconómico es un factor condicionante del sector (inflación, subida de tipos de interés, rotura de la cadena de suministro, etc.), donde el deterioro de algunas de las variables y las dificultades de trasladar los sobrecostes oportunamente en el precio de alquiler de la maquinaria pueden debilitar la situación financiera de las empresas, especialmente las de menor tamaño, pudiendo acelerar la concentración del sector.

Posicionamiento Competitivo

GAM se posiciona como una de las compañías líderes dentro del sector, con una cuota de mercado nacional relevante (12% en la industria de alquiler según el informe 2022 de la European Rental Association), y una posición competitiva y presencia internacional significativamente más limitada. La posición competitiva se ha visto reforzado durante los últimos años a través de varias operaciones de M&A completadas (8 compañías adquiridas en los últimos cuatro años).

El grupo presenta una amplia experiencia y *know-how* en el sector que le ha permitido incrementar su negocio y mantener un alto grado de fidelización de los principales clientes, (antigüedad media de > 10 años). GAM cuenta con 80 delegaciones distribuidas en 9 países, cerca de 60 en Iberia, convirtiéndose en el grupo de alquiler de equipos con

GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SOCIEDAD ANONIMA

A83443556

CORPORATE

mayor presencia física en el territorio ibérico. Esta elevada capilaridad supone una amplia red comercial tanto para su negocio tradicional (alquiler de maquinaria) como para el negocio de distribución de marcas: Hyster, Yale, Magni, Oil&Steel, Bravi, Mobilev, Logistrans, Tennant y VLX, etc, algunas de ellas vendidas en exclusiva (por ejemplo, Hyster-Yale en España, Portugal y Marruecos). Adicionalmente, el elevado número de equipos (aprox. 40.000 unidades), la variedad de equipos especializados según industria (antigüedad media del parque de maquinaria de 6,2 años, vida útil de 12 años), así como la presencia en negocios complementarios (reparación y mantenimiento, formación, etc) son elementos diferenciadores que le permiten posicionarse como un proveedor clave. Igualmente, GAM cuenta con un elevado volumen de equipos de emisiones cero (82,1% en 2023 vs 79,8% en 2022), siendo una ventaja significativa ante eventuales cambios regulatorios.

Dentro del entorno competitivo se identifica a Hune Loxam, Aprolis Iberia (antiguamente Alfaland) y Kiloutou. Hune Loxam es un grupo internacional orientado al alquiler de equipos del sector constructor (empresa generalista). Aprolis y Kiloutou son empresas de menor tamaño a nivel nacional, aunque pertenecientes a grupos internacionales, enfocados en el alquiler de maquinarias de elevación e industriales.

Principales magnitudes. Miles de €.

	GAM 2023	Hune Loxam 2023	Aprolis Iberia S.A 2022 ¹	Kiloutou España S.A 2022 ¹
Facturación	280.855	2.551.759	38.173	31.019
EBITDA	73.654	929.466	7.665	9.204
Margen EBITDA	26,2%	36,4%	20,1%	29,7%
EBIT	23.244	292.944	-420	2.661
Margen EBIT	8,3%	11,5%	-1,1%	8,6%
EBT	6.920	102.241	-1.535	1.695
Total Activo	537.224	6.040.330	73.495	60.866
Patrimonio Neto	104.026	785.230	3.034	27.005
Deuda Financiera Total	336.533	4.485.342	51.393 ²	29.193 ²
Deuda Financiera Neta	297.449	4.344.549	50.721	27.295
PN/DFT	30,9%	17,5%	5,9%	92,5%
DFN/EBITDA	4,0x	4,7x	6,6x	3,0x
FFO	52.728	670.458	6.615	8.505
FFO/DFN	17,7%	15,4%	13,0%	31,2%
EBITDA/Intereses	4,7x	4,9x	6,8x	9,5x

¹Datos de la filial en España, no se tiene acceso a nivel de grupo. ²Para una mejor comparativa se ha considerado la deuda con empresas del grupo como deuda financiera, al entenderse que se financian vía intragrupo.

Los márgenes de rentabilidad y el nivel de endeudamiento de GAM se encuentra en la media del sector, donde las variaciones responden a la oferta de servicios, asociando mayores márgenes de rentabilidad aquellas dedicadas únicamente al alquiler, pero lo que aumenta las necesidades de inversión y los niveles de endeudamiento.

La compañía presenta un modelo de negocio que sigue mostrando una menor dependencia a la actividad del alquiler de maquinaria (56,8% en 2023 vs 65,2% en 2019), actividad muy intensiva en capital y más cíclica. La compañía ha aprovechado su estructura y capilaridad para desarrollar líneas de negocio que no requieren de inversión adicional (venta de maquinaria, mantenimiento, reparaciones y recambios, formación, etc.), representando ya en 2023 un 43,2% sobre las ventas vs 34,8% en 2019). Todo ello, ha consolidado un *mix* equilibrado en el que tienen mayor prevalencia las actividades recurrentes de largo plazo y los negocios *sin capex* (57,1% s/total ventas de 2023) sobre el negocio tradicional de alquiler a corto plazo (42,9% s/total de ventas 2023), dotando de mayor solidez y recurrencia de caja al negocio con un menor requerimiento de inversión.

La diversificación geográfica mantiene una concentración de ingresos mayoritariamente en el territorio nacional (74,2% s/total de ventas en 2023). Si bien se valora positivamente la posición competitiva de GAM en el ámbito ibérico (España y Portugal), la elevada concentración de ingresos (~82,0%), constituyen un riesgo relevante ante el carácter procíclico de la industria. Para reducir estos riesgos, el grupo está potenciando el crecimiento en otros países donde ya tiene presencia (18,2% s/total de ingresos en 2023 vs 16,1% en 2022), destacando la adquisición de líneas de actividad u otras compañías (por ejemplo, la adquisición de Ozmaq S.A. de C.V. en Mexico en julio de 2023, lo que le ha permitido a GAM duplicar su tamaño en el país). Adicionalmente, se destaca la favorable diversificación a nivel de sectores destino, aumentando el negocio en sectores más resilientes ante cambios de ciclo (la actividad constructora representa apenas un 6% s/ventas en 2023 vs 11% en 2022). A nivel de clientes, no existe una concentración significativa (top 20 y top 1 representan un 14,6% y 1,6% respectivamente s/ventas de 2023).

GAM tiene una calificación neutra a ESG (puntuación de 1,75). Se considera que la estrategia empresarial se está adaptando para beneficiarse de las tendencias del sector relacionadas con ESG lo que está contribuyendo a limitar los riesgos y utilizar los ESG como una oportunidad. La puntuación es de 65 sobre 100, destacan las políticas medioambientales (puntuación de 83) en la gestión de la energía consumida, de las emisiones de CO2 y la

electrificación del parque de maquinarias. Seguimiento del gobierno corporativo (puntuación de 75) con la presencia de miembros independientes en el comité ejecutivo, priorización de riesgos ESG y presencia de códigos de conducta y anticorrupción. Por último, las políticas sociales (puntuación de 33).

Accionariado, Gestión y Política Financiera

La estructura de propiedad del grupo queda controlada por la familia Riberas, D. Francisco J. Riberas Mera ostentando el 43.24% del capital social, y sus hijos Mónica, Patricia y Francisco José, a razón de un 5% cada uno. Entre otros accionistas de relevancia en el grupo destaca el *family office* de la familia Domínguez con un 10.03%, así como el CEO D. Pedro Luis Fernández con un 6,00% y el Banco Santander con un 4,48%. El restante 21,26% es *free-float*. Se valora favorablemente la estructura de propiedad presentada con un núcleo sólido de accionistas de referencia, destacando el accionista principal, por su carácter industrial y su elevada capacidad financiera (copropietario de Gestamp, Gonvarri y CIE Automotive).

A nivel del equipo directivo, a pesar de tener presencia del accionariado en el consejo de administración, Pedro Luis Fernández como CEO y Patricia Riberas López como consejera dominical, consideramos que el equipo directivo es cualificado, con adecuada experiencia en el sector y capacidad contrastada. Se destaca la transición ordenada a un modelo de negocio menos expuesto a los cambios de ciclo económico (largo plazo + negocios sin *capex*), así como la mayor diversificación de las fuentes de financiación con adecuación de los plazos a la vida útil de los activos. La política financiera está caracterizada por un nivel de endeudamiento relativamente controlado en función de la industria (DFN/EBITDA ajustada de ~3.5x en promedio), aunque con una limitada autonomía financiera (PN/DFT ajustada de ~30,0%).

Análisis Cuantitativo

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas a cierre 31 de diciembre 2023 (Auditor: KPMG Auditores S.L).

Resultados y Rentabilidad

Rentabilidad. Miles de €.				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Facturación	168.262	223.239	280.855	25,8%
Mg Bruto	64,3%	63,9%	62,4%	-1,5pp
EBITDA recurrente	44.221	58.339	73.654	26,3%
Mg EBITDA	26,3%	26,1%	26,2%	0,1pp
EBIT	11.021	16.653	23.244	39,6%
Mg EBIT	6,5%	7,5%	8,3%	0,8pp
Gastos Financieros	7.763	9.334	15.828	69,6%
EBT	3.519	7.049	6.920	-1,8%

GAM alcanzó una cifra de negocio de €280,9m, +25,8% vs 2022, (+€31,2m y €26,5m vía crecimiento orgánico e inorgánico respectivamente), destacando la evolución positiva en todos los negocios y países, especialmente en el negocio recurrente de largo plazo (+43,6%), que ya representa un 23,9% de la cifra de negocio.

El incremento de los ingresos permitió la generación de EBITDA recurrente de €73,7m en 2023, +26,3% interanual (+€4,8m y €10,5m vía crecimiento orgánico e inorgánico respectivamente), con un margen EBITDA que se mantuvo estable en 26,2% a pesar del contexto inflacionario, dado la capacidad de repercutir oportunamente en el precio final. GAM obtuvo un EBIT de €23,2m +39,6% interanual. Los gastos financieros ascendieron a €15,8m +69,6% vs el año anterior, derivado del incremento de los tipos de interés, así como por la adquisición de nueva deuda, lo que no ha permitido consolidar un mayor resultado antes de impuestos (EBT), situándose en €6,9m (1,8% por debajo del EBT en 2022). A pesar de ello, se valora positivamente la evolución del grupo, con un elevado crecimiento de las ventas a la vez que mantiene estables los márgenes de rentabilidad.

De cara a ejercicios futuros, GAM estima un incremento de la cifra de negocios vía crecimiento orgánico y a través de la consolidación de las adquisiciones realizadas en 2023 pero parcialmente captadas ese año: Carretillas Mayor, S.L. (marzo 2023) y GAM Arabia Company Ltd (mayo 2023) y Ozmaq SA (julio 2023). GAM espera mejorar el margen EBITDA en el periodo 2024 -2028 (1pp por año), lo cual depende principalmente al incremento del negocio internacional en mercados con mejores rentabilidades y oportunidades, así como por alcance de mayores sinergias derivadas de las operaciones de M&A ya realizadas.

Estructura de Activo y Endeudamiento

Estructura de activo y financiación. Miles de €.				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Total Activo	339.209	449.522	537.224	19,5%
Activo No Corriente	254.761	299.615	392.803	31,1%
Activo Corriente	84.448	149.907	144.421	-3,7%
NOF	33.439	53.783	49.753	-7,5%
Patrimonio Neto	84.923	97.545	104.026	6,6%
Deuda Financiera Total	192.894	282.179	336.533	19,3%
Deuda Financiera Neta	179.014	224.638	297.449	32,4%
PN/DFT	44,0%	34,6%	30,9%	-3,7pp
DFN/EBITDA	4,0x	3,9x	4,0x	0,2x
EBITDA/Intereses	5,7x	6,3x	4,7x	-1,6x

El activo total aumento a €537,2m a cierre 2023 (+19,5% interanual), principalmente vía el activo no corriente (+31,1% interanual) al incluir altas de inmovilizado material (+€54,0m) y activos por derecho de uso (+€34,4m) principalmente asociadas con maquinaria.

GAM continua bajo una estructura de financiación caracterizada por unos ajustados niveles de autonomía financiera (relación entre el patrimonio neto y la deuda financiera total ajustada) situándose en 30,9% a cierre 2023, 3,7pp por debajo del año anterior, afectado por el incremento de la deuda financiera total ajustada (+19,3% interanual) frente a un crecimiento del patrimonio neto más lento (+6,6% interanual). Este deterioro se deriva de la compra de maquinarias y repuestos, así como por operaciones de M&A de cara a potenciar el crecimiento del grupo, especialmente durante 2022 y 2023. A pesar de ello, se destaca el valor neto contable del parque de maquinarias por €344,4m (clasificados bajo inmovilizado intangible + activos por derecho de uso), representando el 64,1% del total de activo, el cual se estima significativamente mayor a precios de mercado, representando un musculo financiero extra relevante ante escenarios de estrés.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.¹			
	2021	2022	2023
Obligaciones y otros	51.277	52.043	46.948
Préstamos	45.639	80.191	108.921
Otras deudas con entidades de crédito	8.347	31.738	25.416
Arrendamientos financieros	63.408	83.026	112.308
Otros préstamos subordinados con vinculadas	10.000	10.000	10.000
Otros	23.138	26.636	33.354
DFT Reportada	201.809	283.634	336.947
Factoring SR (+)	1.085	8.545	9.586
Otros préstamos subordinados con vinculadas	-10.000	-10.000	-10.000
DFT ajustada	192.894	282.179	336.533
Caja	13.880	57.541	39.084
DFN ajustada	179.014	224.638	297.449
EBITDA	44.221	58.339	73.654
DFN/EBITDA	4,0x	3,9x	4,0x

¹El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €265,4m a cierre 2023 (destacando la exclusión de la deuda por: contratos con acuerdos de recompra, proveedores de inmovilizado, pagos aplazados por adquisición de compañías, etc), con un ratio DFN/EBITDA proforma de 3,4x.

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+32,4% interanual) resulta de la combinación de mayor financiación junto con una menor posición de caja, todo ello con el objetivo de continuar el plan de crecimiento del grupo. Se destaca el incremento de préstamos con entidades de crédito (+28,7m), contratos de leasing (+29,3m) y pagos aplazados para la adquisición de compañías (+9,2m). La positiva evolución del negocio permitió a GAM mantener estable el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA de 4,0x). A pesar de tener niveles de endeudamiento ligeramente elevados, son característicos de la industria dada la importante inversión necesaria en maquinaria y el decalaje existente en resultados. Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó hasta 4,7x (-1,6pp vs 2022) derivado del incremento de los tipos de interés en los nuevos contratos de financiación, así como en los ya existentes pero vinculados a un tipo de interés variable.

De cara al ejercicio 2024, la empresa estima una reducción de los niveles de inversión, lo que junto con la consolidación de 12 meses en resultados de las operaciones de las adquisiciones completadas en el 2023 y el avance en la entrega de maquinaria, mejoraría el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA estimado de 3,7x), aunque con una cobertura de intereses y autonomía financiera similar a la reportada en 2023.

Generación de Caja y Liquidez

Cash flow. Miles de €.				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
EBT	3.519,0	7.049,0	6.920,0	-1,8%
+/- ajustes de resultado	42.038,0	49.248,0	63.233,0	28,4%
+/- otros flujos de explotación	5.448,0	8.662,0	17.425,0	-101,2%
FFO	40.109,0	47.635,0	52.728,0	10,7%
+/- variación WK	4.209,0	4.948,0	13.421,0	371,2%
CF Operativo	35.900,0	42.687,0	66.149,0	55,0%
CF Inversión	39.806,0	42.415,0	83.715,0	-97,4%
CF Libre	3.906,0	272,0	17.566,0	-6558,1%
+/- variación patrimonio	-	3.391,0	426,0	-112,6%
CF Final Generado Internamente	3.906,0	3.663,0	17.992,0	-591,2%
+/- variación de deuda	3.187,0	39.998,0	465,0	-101,2%
Variación de caja final	7.093,0	43.661,0	18.457,0	-142,3%
Caja inicial	20.973,0	13.880,0	57.541,0	314,6%
Caja final	13.880,0	57.541,0	39.084,0	-32,1%

En los últimos 3 años, el grupo ha presentado unos FFOs crecientes y positivos, con una cifra de €52,7m en 2023 (+10,7% interanual) favorecido por el aumento del EBITDA. El CFO se situó en €66,1m (+55,0% interanual) favorecido por movimientos del *working capital*. Sin embargo, el déficit de FCF ascendió a €17,6m derivado de las inversiones acometidas durante el año: mantenimiento y renovación de activos operativos (+€63,8m) junto a operaciones de M&A (+€19,9m); lo cual disminuyó significativamente el saldo de efectivo y equivalentes (-32,1% vs 2022). No obstante, se destaca la aplicación del exceso de efectivo y equivalentes reportado a cierre de 2022 (variación de caja de +€43,7m en 2022) derivado de la financiación del BEI completada a finales de ese año (€35m), siendo realizadas las inversiones correspondientes en 2023.

GAM podría reducir el *capex* de crecimiento (promedio de €55,3m en los últimos tres años) lo que automáticamente incrementaría el FCF, siendo una potencial palanca de liquidez existente. En este sentido, GAM espera reducir su *capex* de manera sustancial en los siguientes años a través del proyecto REVIVER, el cual reduciría la necesidad de adquisición de nueva maquinaria. Además, se destaca la liquidez del activo subyacente (maquinaria) así como la mejora del calendario de deuda, reduciendo las salidas de caja e incrementando el porcentaje de deuda a largo plazo (75,5% en 2023).

En términos generales, destacamos que el grupo cuenta con un sólido y recurrente FFO (estimado en €66.0m en 2024) que sumado a las líneas de financiación con el principal accionista (€10M con el accionista principal y €6,7m de la línea de crédito a cierre 2023), al efectivo y equivalentes disponible a cierre 2023 (€39,1m) hacen prever que GAM no presentará dificultades para atender sus obligaciones de deuda en el corto plazo (€82,4m) así como la inversión futura (inversión ya comprometida en maquinaria de €24,1m).

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has provided ancillary services to related third parties of the rated entity, but not to the rated entity. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid