

Sector: Renting flexible

El COVID-19 pesa sobre la cuenta de resultados

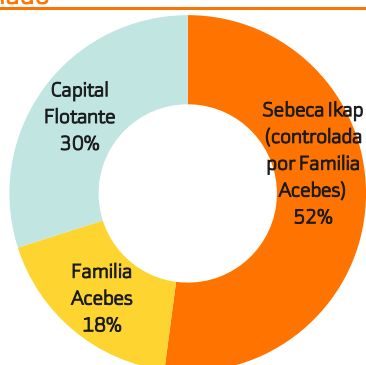
ALQUIBER

Precio Objetivo: 5,4 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 30,32
Último (€): 5,40
Nº Acciones(M.): 5,61
Min / Max (52 sem; €): 5,4/6,2
Cód. Reuters / Bloomberg: ALQ.MC / ALQ.SM

Accionariado



Alquiber es una compañía dedicada al renting flexible. Salíó a cotizar al MAB a mediados de 2018. Su accionariado está controlado por la familia Acebes, con gran experiencia en el sector, y el capital flotante asciende al 30%. Actualmente se encuentra inmersa en una fase clara de crecimiento que probablemente concluirá dentro de unos 5 años, cuando su flota se estabilice. Los crecimientos pasados son significativos y pensamos que se repetirán en próximos ejercicios. Sin embargo, el actual parón económico provocado por el COVID-19 provoca una importante incertidumbre, pesa sobre los resultados y no favorece el timing del valor. Por ello, fijamos recomendación en Neutral con precio objetivo 5,40€.

Empecemos por el principio: ¿quién? ¿qué? ¿cómo?

El negocio de Alquiber se basa en dos pilares:

- Renting flexible: Alquiler de vehículos que incluye la prestación de una serie de servicios (seguro, revisiones, ITV, etc) durante periodos entre 3 y 42 meses. La diferencia con el renting tradicional es que no existe un coste por finalización anticipada de contrato. Por tanto, anticipar las necesidades del cliente resulta vital para maximizar la eficiencia de la flota. Además, en el renting el cliente elige el vehículo nuevo que quiere y en el flexible elige entre la flota del proveedor un vehículo nuevo o usado.

- Venta de los vehículos una vez usados (42/45 meses) a intermediarios independientes.

Aproximadamente el 80% de los ingresos totales provienen del alquiler y el restante 20% de las ventas.

Su accionariado está controlado por la familia Acebes, al cargo de la gestión de la Compañía y con una dilatada experiencia en el sector. Como referencia, su Presidente fue el cofundador de Fualsa, una empresa dedicada al renting flexible que fue adquirida por Northgate (líder en el sector) en 2002.

La Compañía salió a cotizar al MAB en julio de 2018 a 6,30€ (-14,3%). Su capital flotante es del 30% y capitaliza 30M€.

Se encuentra en una fase clara de crecimiento. Entre 2014/2019 sus ventas experimentaron una tasa media de incremento (TAMI en adelante) de +30%, el EBITDA también +30% y el BNA +28%. Por el lado del balance esta expansión ha venido acompañada por un repunte del endeudamiento. En concreto, el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA cerró 2019 en 2,8x.

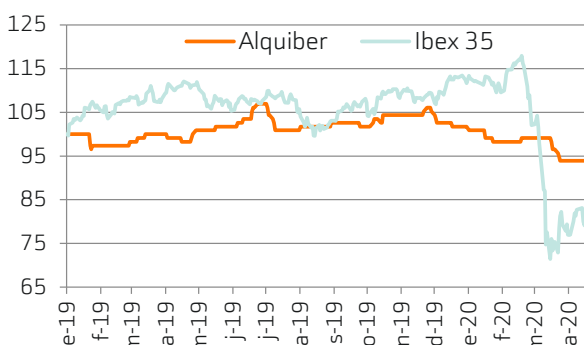
Ratios	2018r	2019r	2020e	2021e
PER*	13,0 x	11,9 x	25,6 x	5,4 x
Rent. dividendo*	1,5%	0,0%	0,0%	3,7%
BPA (€/acc)	0,44	0,49	0,21	1,01
DPA (€/acc)	0,09	0,00	0,00	0,20
DN/FFPP	2,8x	3,4x	3,6x	3,4x
DN/EBITDA	2,7x	2,8x	2,9x	2,5x
ROE	15,9%	12,5%	5,0%	20,9%

*2018/19 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

Comparables

	PER	EV/EBITDA	EV/EBIT
Alquiber	25,6	4,1	16,8
Northgate	4,6	3,4	11,9
ALD	5,3	5,3	33,0
Sixt	11,9	5,5	15,2
Hertz	9,1	4,6	18,5
Avis	4,6	4,7	21,1
Europcar	12,3	5,1	17,8

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Evolución reciente:

2019 cierra con crecimientos significativos: la flota aumenta +25% hasta 9.008 vehículos; los ingresos avanzan +23% y la buena marcha se produce tanto en servicios (+25%) como en ventas de vehículos (+10%); el EBITDA +23% y el BNA +11%. La estrategia de crecimiento queda patente también por el lado de las sedes. Aumentan hasta 17 a cierre de 2019 y hasta 19 en la actualidad (vs. 12 a cierre de 2018).

Por el lado del balance, el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA aumenta hasta 2,8x (desde 2,7x).

¿Qué esperar a futuro?

Estamos inmersos en un momento de gran incertidumbre. La extensión del COVID-19 ha forzado la imposición de medidas de aislamiento social que pesan de manera muy relevante sobre importantes sectores económicos. En la actualidad la economía española opera muy por debajo de sus niveles habituales. Podríamos decir sin temor a exagerar que está prácticamente cerrada. Alquiber no es ajena a esta situación que implica caídas importantes en las tasas de ocupación y la práctica imposibilidad de ejecutar ventas de vehículos. Una parte importante de su base de clientes son pequeñas empresas y autónomos, que sufrirán especialmente en estas circunstancias.

Nuestras estimaciones reflejan esta nueva realidad con una reducción de la tasa de ocupación hasta el 85% para el conjunto de 2020 (vs. 91% anterior) y una ralentización en el crecimiento de la flota. En condiciones normales de mercado, la flota se incrementaría casi un +18% hasta superar los 10.600 vehículos. Ahora estimamos un avance más tímido, +14% hasta 10.282 unidades.

Con ello, el impacto en la cuenta de resultados es significativo y nuestra valoración sufre. Nuestra recomendación baja a Neutral desde Comprar y el precio objetivo queda en 5,40€. Concurren además factores puntuales que no favorecen el *timing* del valor. En el entorno actual, de importante repunte de la aversión al riesgo, el alto nivel de endeudamiento ligado al perfil del negocio y el reducido tamaño de la Compañía (30M€ capitalización) son factores que pesarán en el ánimo inversor.

Elevando nuestro horizonte temporal, en 2021 la recuperación será notable y la Compañía retomará los crecimientos elevados que la caracterizan. Eso siempre que la reapertura de la actividad se produzca gradualmente a partir del próximo mes de junio y sin considerar nuevos cierres futuros de la economía. Si el actual confinamiento se extendiera al segundo semestre del año o un nuevo rebrote del coronavirus obligara a imponer nuevas medidas de aislamiento, nuestras estimaciones sufrirían un nuevo recorte. Pero esto es ahora altamente incierto y no constituye nuestro escenario central.

En dicho escenario central, los fuertes crecimientos del pasado seguirán en próximos ejercicios gracias a:

(i) La amplísima experiencia del equipo gestor otorga una elevada capacidad para predecir las necesidades de los clientes. Esto se traduce en un servicio rápido y especializado que optimiza la gestión del stock.

(ii) La diferenciación gracias a una gama de vehículos de mayor calidad (mayor motorización y customización) a cambio de unas cuotas más elevadas. Lo que redundará en mayores márgenes. Sin olvidar que una mayor customización permite reducir el tiempo de venta del vehículo una vez usado e incrementar el precio de dicha venta.

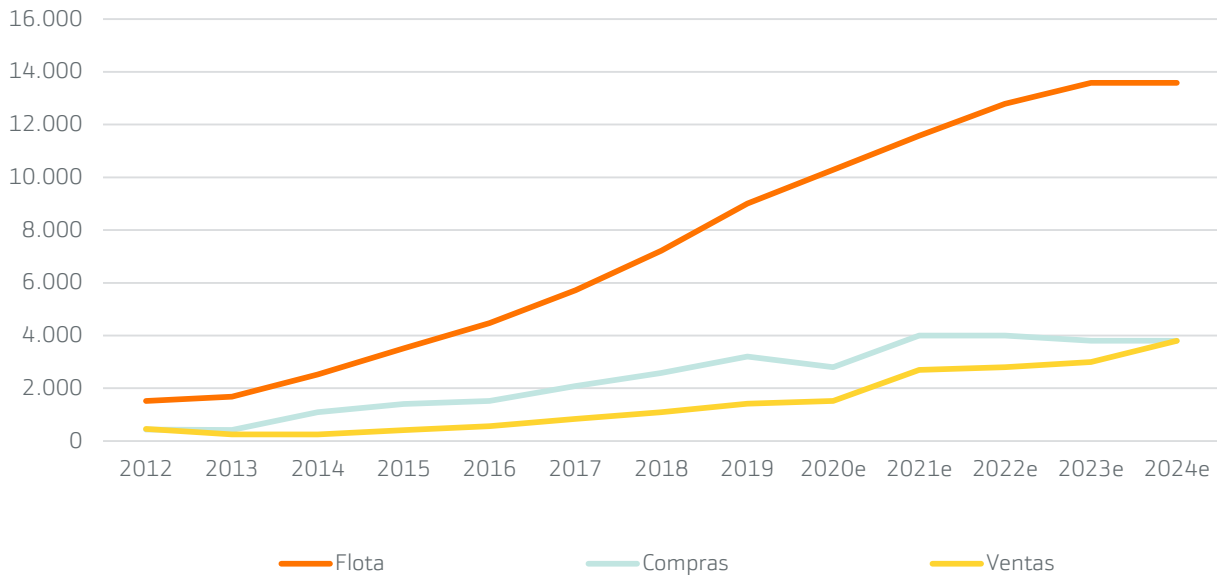
(iii) La apertura de líneas de negocio con mayor valor añadido (vehículos isotérmicos o camiones cesta).

(iv) Una estricta política comercial que lleva a estudiar la solvencia de cada cliente y permite mantener una tasa de mora muy reducida (0,6% hasta 2019).

(v) Una alta tasa de ocupación que volverá a su nivel habitual (91%) en próximos ejercicios.

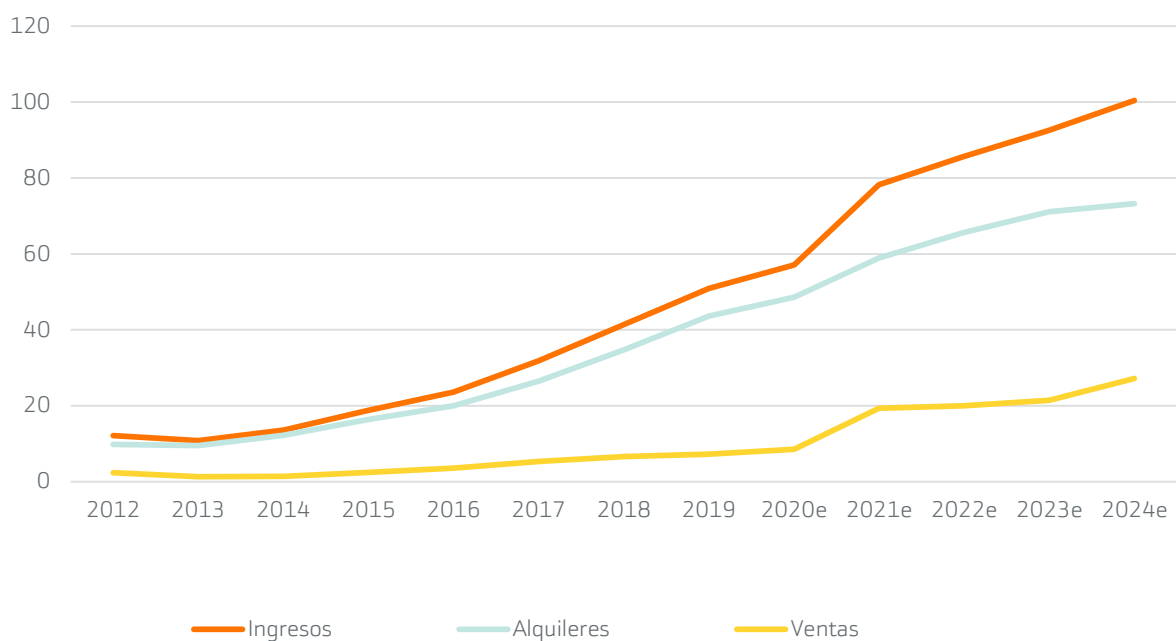
(vi) A medio plazo Alquiber incrementará su cuota de mercado desde el 11% actual hasta alrededor del 20% a lo largo de los próximos cinco años. Llegados a este punto, la flota se estabilizará y la gran vía de crecimiento será a través de algún movimiento corporativo.

Evolución flota, compras y ventas de vehículos



Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Evolución ingresos por alquiler y ventas de vehículos



Retos vs. catalizadores

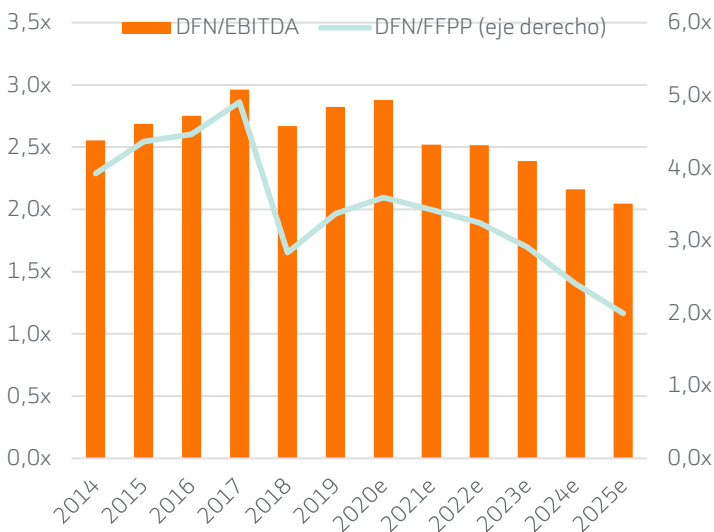
La mayor debilidad *estructural* de la Compañía es su elevado apalancamiento. Su actual fase de expansión implica unos ratios de deuda elevados. El negocio de Alquiler es contracíclico. La deuda crece tanto por adquisición de nuevos vehículos (siempre los financian a 36 meses) como por apertura de nuevas oficinas. Y se reduce con la venta de vehículos (cuando tienen 42/48 meses). Por ello, en momentos de expansión económica la flota crece, el capex y los costes financieros repuntan y anulan la generación de flujos de caja libre. En contextos de ralentización, se producen devoluciones de vehículos y la flota cae. La Compañía vende esos vehículos para mantener la ratio de ocupación y genera flujos de caja positivos.

Por ello, resulta vital gestionar eficientemente el stock. Es fundamental tener suficientes vehículos completamente pagados (más de 36 meses) para poder venderlos y amortiguar la caída de ingresos por alquiler. En este punto destaca una política de amortización prudente, superior a la de otros competidores (tasa 18%) que permite maximizar el beneficio en el momento de la venta.

La mayor debilidad *coyuntural* es, como mencionábamos, el impacto sobre tasas de ocupación y compraventas de vehículos del actual cierre de la economía. Por ello, en un momento de ralentización como el actual, la Compañía no puede proceder a vender parte de la flota. Sin olvidar las presiones a la baja que anticipamos en los precios de venta de los vehículos usados a futuro.

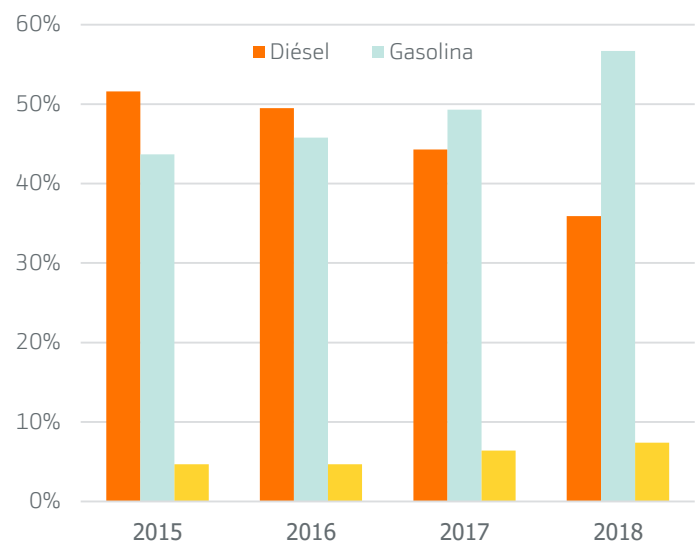
Finalmente, las nuevas regulaciones para el diésel son una amenaza porque no hay alternativa para los vehículos comerciales. Existen pocos modelos con motores alternativos y sus precios son realmente elevados. El problema a futuro es la presión bajista que los nuevos estándares provocará en el momento de vender estos vehículos comerciales con motor tradicional.

Evolución de la deuda



Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Evolución cuota de mercado según tipo de motor



Fuente: ACEA, datos UE

En sentido contrario, la apuesta por la diferenciación (vehículos *premium*, de más valor añadido, customizados) y una dirección con un conocimiento muy elevado del sector le protegen en parte de la entrada de nuevos competidores. El sector del renting flexible presenta una rentabilidad mayor al renting tradicional y, por tanto, no es descartable la entrada de nuevos jugadores. Como referencia, el margen BAI se sitúa en torno al 8%/10% en compañías de renting flexible vs. 2%/3% en el tradicional.

Otro factor de apoyo vendrá de la mano del cambio de patrón en consumo de las nuevas generaciones que son más proclives a compartir que a comprar vehículo.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19-'25
Ingresos	23,6	31,8	41,4	50,9	57,1	78,3	85,7	92,5	100,4	99,0	12%
<i>Margen Bruto</i>	95%	89%	90%	91%	89%	83%	84%	84%	82%	83%	
EBITDA	13,7	17,1	22,1	27,4	30,2	40,5	44,6	48,3	51,4	50,9	11%
<i>Margen EBITDA</i>	57,9%	53,9%	53,5%	53,9%	52,8%	51,7%	52,1%	52,2%	51,1%	51,4%	
EBIT	4,5	4,8	5,4	6,1	3,9	10,6	11,3	12,3	14,3	13,9	15%
<i>Margen EBIT</i>	18,9%	15,2%	13,1%	11,9%	6,8%	13,5%	13,2%	13,3%	14,3%	14,0%	
BAI	3,1	3,2	3,3	3,7	1,6	7,5	7,9	8,3	10,4	10,1	18%
BNA	2,3	2,4	2,5	2,7	1,2	5,6	5,9	6,2	7,8	7,6	18%
<i>Tasa de variación interanual</i>		3,0%	4,4%	10,6%	-57,0%	377,3%	5,1%	4,9%	24,7%	-2,6%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Act No Corriente	42,0	56,1	74,5	94,6	103,9	121,0	134,2	140,8	142,5	141,7
Act Circulante	9,3	10,5	19,2	16,7	18,3	23,4	25,8	27,8	28,5	28,5
Total Activo	51,3	66,6	93,7	111,3	122,2	144,4	160,0	168,6	171,0	170,2
FFPP	8,4	10,4	20,9	23,0	24,2	29,8	34,6	39,7	46,2	52,2
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo no corriente	2,1	2,7	3,5	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Deuda financiera	37,9	51,3	66,9	79,9	89,3	104,5	114,8	117,8	113,5	106,7
Pasivo Corriente	2,9	2,2	2,4	3,5	3,8	5,1	5,7	6,2	6,4	6,4
Total Pasivo	51,3	66,6	93,7	111,3	122,2	144,4	160,0	168,6	171,0	170,2

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
+EBIT		3,9	10,6	11,3	12,3	14,3	13,9
-Impuestos		-1,0	-2,6	-2,8	-3,1	-3,6	-3,5
NOPAT		2,9	7,9	8,5	9,2	10,7	10,4
+ Depreciación		26,3	29,9	33,3	36,0	37,0	37,0
+ Valor residual		6,6	13,1	13,6	14,5	18,4	17,4
- Capex		-42,2	-60,1	-60,1	-57,1	-57,1	-53,6
- Inversión Circulante		-1,32	-3,78	-1,81	-1,45	-0,58	0,00
= CFL Operativo		-7,74	-12,96	-6,55	1,14	8,48	11,23

WACC

6,6%

g

0%

EV

107,5

- Deuda Neta

77,4

- Minoritarios

0

EqV

30,0

Nº acciones

5,61

Estimación DCF

5,4

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **5,4€/acc** siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas.

Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)								
	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%
5,7%	10,0	11,0	12,0	13,1	14,4	15,7	18,0	20,5	23,5
6,0%	8,3	9,1	10,1	11,1	12,2	13,3	15,3	17,5	20,0
6,3%	6,7	7,5	8,3	9,2	10,2	11,2	12,9	14,8	17,0
6,6%	5,4	6,0	6,8	7,6	8,4	9,3	10,8	12,5	14,4
6,9%	4,1	4,7	5,4	6,1	6,9	7,7	9,0	10,4	12,1
7,2%	2,9	3,5	4,1	4,7	5,4	6,1	7,3	8,6	10,1
7,5%	1,9	2,4	3,0	3,5	4,1	4,8	5,8	7,0	8,3

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant
Andrea Cardalliaguet - Analista	Ignacio Montes - Analista

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable