

ALQUIBER

Automóvil

Esto es sólo el principio

Cierre (14-01-20): 5,80 euros/acc.

Rango valoración: 9,00 - 12,75 euros/acc.

Óscar Rodríguez 91 782 9158
 rodriguezosc@bancsabadell.com

INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	alq.mc/alq sm
Cap. Bursatil / EV	32 M / 129 M
# acciones:	5,6 M
12M Max/Min:	6,10/5,46
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	2,3%/-4,3%/2,5%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,008/0,001
Beta (5años)	0,00
Free-float:	0,0%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

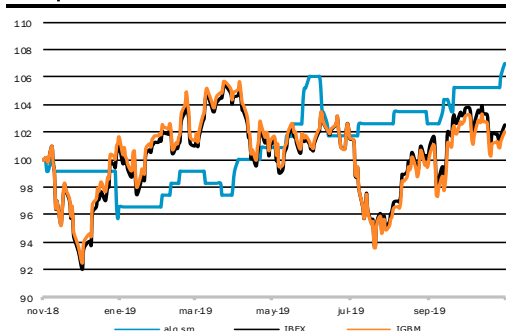
Accionistas Principales

Sebeca 52%; Miguel Angel Acebes Acebes 6%; Marianela Acebes Moreno 6%; Miguel Acebes Moreno 6%

BS(e)	2018	2019e	2020e
Ventas Totales	41,4	51,3	63,6
Crec. %	30,1%	23,8%	24,0%
EBITDA	22,1	27,5	34,2
Crec. %	29,2%	24,3%	24,2%
Margen EBITDA	53,5%	53,7%	53,8%
EBIT	5,4	5,7	7,4
Crec. %	11,7%	4,7%	31,5%
Margen EBIT	13,1%	11,0%	11,7%
BDI	2,5	2,5	3,6
Crec. %	4,4%	0,7%	45,7%
x ACC.	2018	2019e	2020e
BPA	0,44	0,45	0,65
Crec. %	4,4%	0,7%	45,7%
BPA Ajustado	0,44	0,45	0,65
Crec. %	4,4%	0,7%	45,7%
DPA	0,09	0,10	0,13
Crec. %	13,9%	6,6%	29,9%
CFPA	0,44	0,45	0,65
Crec. %	4,4%	0,7%	45,7%
RATIOS	2018	2019e	2020e
PER	13,68x	13,58x	9,32x
PER Ajustado	13,68x	13,58x	9,32x
PCF	13,68x	13,58x	9,32x
PVC	1,63x	1,14x	0,81x
ROE	11,9%	8,4%	8,7%
Yield	1,5%	1,7%	2,1%
EV/Ventas	2,24x	2,22x	2,04x
EV/EBITDA	4,18x	4,14x	3,79x
EV/EBIT	17,11x	20,13x	17,38x
Deuda/EBITDA	2,65x	2,91x	2,79x

Fuente: BS Análisis

Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

- Alquiler (ALQ) es una **compañía enfocada en el Renting Flexible en España** (~12% sector renting), una modalidad de renting profesional basada en que los vehículos (furgonetas, etc) pueden ser devueltos sin penalización durante el contrato (normalmente <12 meses). Es decir, **compran** vehículos, los **alquilan** y, posteriormente, los **venden** (<4 años después de la adquisición). A **simple vista, no parece un negocio con mucho *sex appeal***, no obstante si añadimos que el **presidente es uno de los pioneros del sector** (vendió una compañía similar a Northgate, líder en Renting Flexible, 45 % cuota en España), que ha invertido aquí su dinero (la familia posee el 70%) y que las **matriculaciones anuales en dicho sector han crecido un +70%** en los últimos 4 años, ya le empezamos a ver el atractivo. ALQ salió a Bolsa en Jul-18 (+6% desde entonces) y capitaliza 34 M (*free-float* del 30%; 1,7 M de títulos negociados en el MAB y 0,03 M euros diarios).

- La clave al final es siempre el *delivery*, por ello es **previsible que ALQ alcance en 2020 una flota de 10.000 vehículos** (vs 7.213 en 2018, objetivo-no oficial) y **hasta 20 sedes** (vs 12 en 2018), algo que a día de hoy está a tiro (>8.700 vehículos y 17 sedes a Oct'19). Todo ello, y su **crecimiento en cuota** (+200 pbs en 2 años), podrían sugerir una estrategia de precios agresivos, pero su modelo de negocio (basado en ofrecer vehículos con valor añadido) les está permitiendo ampliar su margen EBITDA (+180 pbs a 1S'19) y elevar la ocupación al 91% (vs 89,3% últimos 4 años y 91% de Northgate).

- Creemos que **sus objetivos'20 son fácilmente alcanzables** y prevemos que se amplíen a largo plazo, ante el cambio en las dinámicas de consumo (el Renting crece un +11% vs -6% en matriculaciones totales). Así, confiamos en que alcancen los **13.855 vehículos hasta 2024** (+70% vs 2019) y unas **ventas de 96 M euros** (vs 41 M euros en 2018) que supondría un **crecimiento medio del +15,2%** para los próximos 5 años (TACC'18/24). En EBITDA esperamos un **+15,9% anual hasta 2024** (TACC'18/24) gracias a la mejora que prevemos en márgenes (55,4% en 2024 vs 53,7% en 2019 BS(e)). Esto vendría por el mayor apalancamiento operativo y un mejor mix (mayor número de vehículos transformados).

- Con todo, pensamos que los **principales catalizadores para la acción** son: (i) Una vez superado su plan estratégico y esperamos que planteen unos objetivos ambiciosos a largo plazo (prevemos noticias en 1S'20) y (ii) su paso a cotizar al mercado continuo (no confirmado por ALQ), lo que dotaría a la acción de una mayor liquidez.

- En cuanto a los **riesgos**, creemos que el modelo de negocio tiene de manera estructural dos limitaciones: (i) En la **fase de expansión**, es el **acceso a financiación**, algo que a día de hoy no supone un problema ante un nivel de DFN/EBITDA <3x (vs 1,5-3x comparables). (ii) En la **fase de contracción**, la **valoración del stock** es el elemento más crítico, no obstante, creemos se trata más un sesgo de percepción (la venta de segunda mano es anti cíclica).

- Establecemos un **rango de valoración del equity de ALQ** de entre **9,00 - 12,75 euros/acc.** lo que supone un potencial del +80% en el punto medio. Esto implicaría un EV/EBITDA'20 implícito de 4,6x (vs 3,8x actual y 6,5x sector). Por último, ALQ garantiza un **payout** del 20%, que se traduce en una **yield'20** del 2,2% (vs 3,3% sector) pero esperamos un rápido crecimiento hasta el 5% (en 2023).

Índice

1. ALQUIBER: UN MODELO DE NEGOCIO JOVEN CON MUCHO POTENCIAL	3
DATOS BÁSICOS, ¿POR QUÉ EL RETING TRIUNFA?	3
CLAVES DEL MODELO DE NEGOCIO	5
SITUACIÓN COMPETITIVA, ANÁLISIS DAFO.....	9
2. GOBIERNO CORPORATIVO: ESTABILIDAD	10
ANTECEDENTES HITÓRICOS.....	10
EQUIPO DE GESTIÓN	10
3. ESTIMACIONES AGREGADAS: LAS DINÁMICAS SEGUIRÁN SIENDO FAVORABLES	11
4. SITUACIÓN FINANCIERA: LA DEUDA NO ES UN PROBLEMA.....	14
CAPITAL ALLOCATION: DIVIDENDO SOSTENIBLE Y ALGO DE M&A.....	15
5. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	16
6. RATIOS COMPARABLES.....	17
ALQUIBER VS NORTHGATE: ¿MERECE LA PENA APOSTAR POR EL “RECIÉN LLEGADO”?.....	17
7. DATOS FINANCIEROS	18
8. DATOS OPERATIVOS.....	18

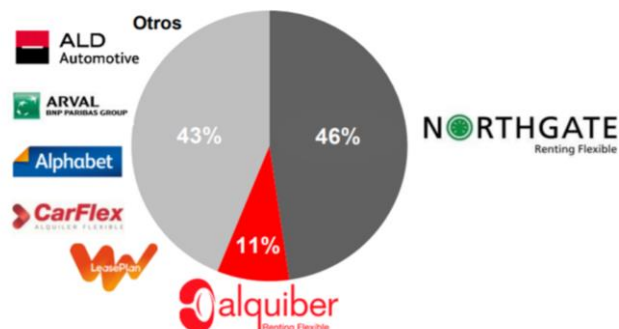
1. ALQUIBER: UN MODELO DE NEGOCIO JOVEN CON MUCHO POTENCIAL

DATOS BÁSICOS, ¿POR QUÉ EL RETING TRIUNFA?

La principal actividad de ALQ es el Renting Flexible para profesionales

ALQ es una compañía centrada en el Renting Flexible (compra vehículos, los alquila y posteriormente los vende) con una cuota del 11% en España y donde los principales competidores serían Northgate (45% cuota) con otros miembros relevantes del sector del renting (Arval, ALD, Alphabet), así como pequeños competidores de ámbito local. La apuesta de ALQ es diferenciarse de éstos con una flota un poco más premium y vehículos de mayor valor añadido.

Principales miembros del mercado de Renting Flexible en España



Fuente: Compañía

Así, el Renting Flexible (13% del total del Renting en España) una modalidad de renting para profesionales donde la principal diferencia para el usuario es el hecho de que los vehículos sobre los que se ejecuta el renting pueden ser devueltos dentro de un periodo de tiempo determinado sin penalización. Además, se trata de vehículos que en gran medida pueden configurarse al gusto del cliente. Éstas serían las principales diferencias si lo comparamos con el resto de modalidades de alquiler de vehículos (cómo se puede ver en el gráfico inferior) y es lo que en nuestra opinión lo hace especialmente atractivo.

Principales características del Renting Flexible vs otras modalidades de alquiler

Descripción	Ciudad	Customización	Flexibilidad	Precio	Competencia	Valoración
Alquiler de vehículos Alquiler a muy corto plazo. Sujetos a franquicias.	2	1	4	1	1	10
Renting Flexible Alquiler con libertad de cancelación. Todos los servicios incluidos.	4	3	3	2	3	18
Renting Financiero Alquiler con cuota fija. Obligado cumplimiento.	3	3	1	3	1	14
Leasing Arrendamiento financiero, opción a compra. El cliente asume riesgos y propiedad.	3	4	1	4	1	16

*Escala de valoración de 1 a 4, siendo 4 el mejor.

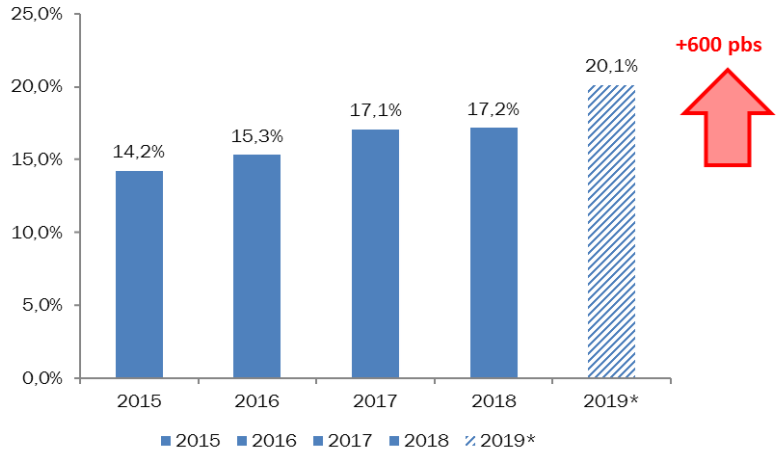
Fuente: Compañía y BS Análisis

Pese al importante crecimiento de este nicho de negocio en España (alcanzará ~95.000 unidades en 2019 BS(e) vs 82.000 en 2017), lo cierto es que su peso aún es relativamente bajo dentro del parque total de vehículos de Renting (13%) y de la masa total de vehículos (0,3%). Así, pensamos que la tendencia debería continuar en los próximos años ante: (i) un entorno de tipos bajos (los costes financieros son la principal partida de gasto en este modelo de negocio) que permitirá que los precios continúen siendo accesibles y (ii) dada la elevada flexibilidad de su servicio, que será clave para la creciente dinámica empresarial de reducir la inversión y ajustar al máximo sus costes en vehículos industriales.

El Renting seguirá ampliando su base de clientes

A nivel sectorial, **la prueba de que el renting seguirá ampliando su base de clientes** (lo que debería impulsar también el renting flexible), es que si tenemos en cuenta que las matriculaciones en España caen un -6,3% hasta octubre los vehículos en renting crecen un +10,9%, suponiendo ya el 20,1% de las matriculaciones. Esto da lugar a que, como se puede ver en el gráfico siguiente, la penetración del renting (sobre el total de matriculaciones) haya aumentando consistentemente (y de modo continuado) los últimos 5 años.

Penetración del Renting sobre el total de matriculaciones



*2019 cifras a Octubre

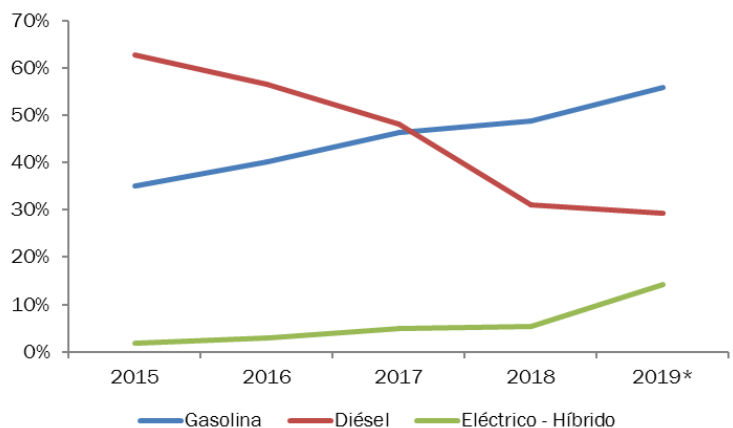
Fuente: Faconauto y BS Análisis

Las principales razones para su crecimiento es la modificación de las dinámicas de consumo y un entorno poco claro en la legislación de emisiones

Esta buena evolución, tendría además en nuestra opinión, al menos dos razones de fondo: **(i) la modificación de las dinámicas de consumo** (uso vs posesión de activos) que afecta tanto a particulares, como a empresas (en línea con lo comentado anteriormente para el Renting Flexible) y **(ii) la falta de claridad en cuanto a la regulación de emisiones** (una de las piedras angulares del Sector Auto en Europa). Así, este segundo punto estaría transformando el mix de vehículos y postergando la compra a la espera de que el marco legal (y político) esté claro.

Como muestra de lo anterior, podemos ver (en el gráfico abajo) que los vehículos diésel (principales afectados por la regulación) estarían cayendo intensamente en el mix de nuevas matriculaciones (ha pasado del 63% en 2015 al 30% en 2019) ante el miedo de que su circulación se prohíba en determinadas ciudades.

Cuota de nuevos vehículos matriculados por tipo de carburante



Fuente: Faconauto y BS Análisis

Pese a su fuerte crecimiento, las variables del negocio se mantienen

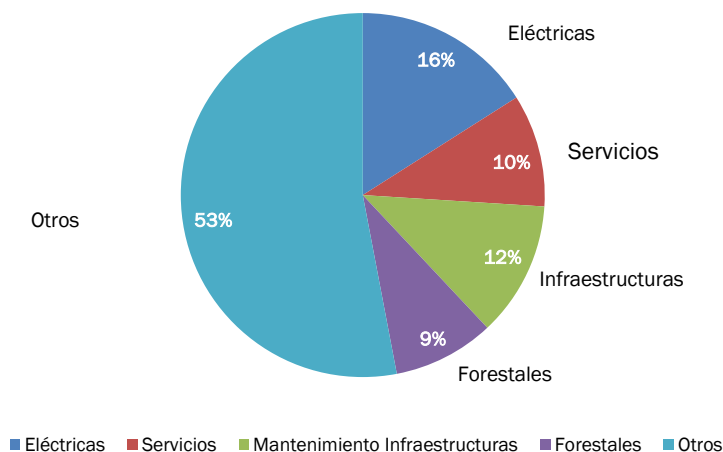
CLAVES DEL MODELO DE NEGOCIO

ALQ ha multiplicado sus ingresos 3x en los últimos 5 años y **las variables sobre las que apuntalan su negocio siguen siendo las mismas**: clientes solventes, modelo de proximidad, vehículos con cierto premium frente a competidores y riesgo limitado.

TIPOLOGÍA DE CLIENTE

El cliente clásico de ALQ es una empresa especializada en servicios, mantenimiento o montaje de elementos industriales, con un importante peso en España y con representación en múltiples áreas geográficas en el país.

Distribución de clientes de ALQ por sectores de actividad



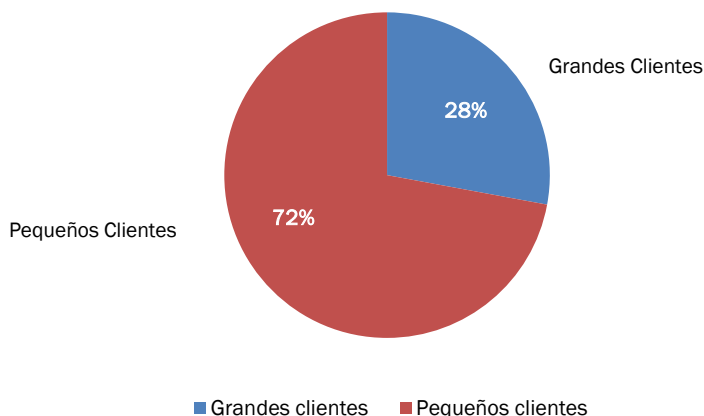
Fuente: Compañía y BS Análisis

Dentro de éstas, **contarían como clientes con la mayor parte de los Grupos empresariales de España** e incluiría tanto a las grandes concesionarias, como compañías renovables y de servicios. Dichas compañías se encuentran saneadas y sus líneas de negocio son además de más estables, más sólidas que a principios de la década pasada. Los **5 principales clientes por orden alfabético** (según consta en su documento de incorporación al MAB) serían:

- ACS
- Elecnor
- Eulen
- FCC
- Vinci

No obstante, el 72% de las ventas por alquiler se realizan con clientes que, cada uno de manera individual, no suponen ni el 1% de las ventas totales de ALQ, lo que supone una elevada diversificación. El 28% restante se divide entre <20 grandes clientes.

Distribución de ventas de ALQ por clientes



Fuente: Compañía y BS Análisis

MODELO DE PROXIMIDAD CON EL CLIENTE

Dado que su apuesta no son las grandes licitaciones, el modelo de proximidad es clave

Aparte de que ~28% de sus ventas se encuentran concentradas en <20 clientes, lo cierto es que al tener un peso muy limitado de sus ventas en “grandes licitaciones” (<10% ventas, paquetes cerrados de vehículos que se venden a través de subasta a una gran empresa o organismo público determinado), la proximidad con el usuario final es clave para conocer sus necesidades específicas. Ésta se centraría por tanto en 2 elementos:

- **Proximidad Emocional:** que en la práctica se traduce en **conocer sus necesidades concretas** orientarles a través de las múltiples opciones y variantes que pueden obtener (gracias al *know how* sectorial, que es otro valor diferencial). El objetivo final es lógicamente **establecer una relación de confianza a largo plazo**. Esto es crítico, ya que en muchas UTEs y proyectos la decisión final de alquiler de vehículos la toma un mando intermedio, por lo que entender y reconocer sus necesidades se vuelve más relevante si cabe.
- **Proximidad Geográfica:** La distribución geográfica de la compañía se centra en los grandes núcleos de población. Así, de las 10 ciudades más pobladas de España, salvo Las Palmas de Gran Canaria (debido al componente de insularidad), tienen representación en todas ellas.

De entre todas, destaca Madrid, donde tras la inauguración de la sede de Valdemoro, es la única provincia donde actualmente existen 2 delegaciones. En 2019 esperamos que alcancen las 17 sedes (vs 12 sedes a cierre 2018) ante el interés suscitado por alguno de sus actuales clientes y para liberar algunas sedes que ya estaban próximas a alcanzar su máxima capacidad. Con esta estructura, ALQ tiene bajo su radio de acción a ~70% de la población del país, lo que implica una extraordinaria cobertura que les permitirá seguir creciendo ya que algunas de las nuevas sedes todavía están en fase de *Ramp – up*.

Gráfico de distribución geográfica de las sedes de ALQ a Octubre'19



Fuente: Compañía

La respuesta rápida es un elemento decisivo para el cliente profesional

Así, creemos que estos dos puntos son clave ya que al tratarse de **clientes profesionales necesitan una respuesta rápida frente a cualquier incidencia con los vehículos** (ALQ garantiza una reposición en menos de 24h), veáse pequeños problemas de funcionamiento o reparaciones. En este sentido, los talleres propios de ALQ se encargan de los daños y reparaciones menores (80% de los daños) y derivan a asociados o talleres propios de la marca para problemas mayores.

ALQ proporciona vehículos con más extras y mejor motorización frente a comparables a un precio equivalente

PRODUCTO

Si bien es común escuchar que “todos los coches son iguales”, lo cierto es que no lo son. Además, éste es un argumento que difícilmente encontrará mucho apoyo en los profesionales (que conducen de media >3x los kilómetros anuales de un conductor privado tipo).

Basándose en este principio, **ALQ proporciona vehículos con más extras y mejor motorización frente a comparables a un precio equivalente**, algo que si bien supone cierta presión en el coste de adquisición se ve compensado por la mayor fidelidad de los clientes. Por otra parte, centran su stock en marcas de calidad contrastada de fabricantes Europeos y Japoneses principalmente. Así evitan una fuerte devaluación en el proceso de venta (y facilita la venta de aquellos vehículos que dejan ya dejan el alquiler). Más en detalle, asumimos que gran parte de su flota la componen vehículos que bien por tamaño o por prestaciones suponen un elemento diferencial, algo que estaría por encima de los grandes competidores del sector.

Otra manera de generación de valor por parte de la compañía es la **transformación de vehículos según las necesidades del cliente**. Estos elementos (grúas, plataformas elevadoras, etc) les permiten aumentar significativamente el retorno y, dada su menor rotación, mantener los márgenes incluso en entornos de mercado exigentes. Si bien creemos que su peso continúa siendo limitado pensamos que hay margen para su desarrollo.

Más allá del vehículo, ALQ da la opción de instalar en sus coches un sistema de GPS que permite conocer la ubicación y el grado de utilización del mismo, lo que supone un elemento diferencial frente a otros competidores, ya que con este pueden tener un mayor control de los empleados y aporta una mayor eficiencia a sus operaciones (permite optimizar tareas).

En definitiva, si bien las diferencias de producto de ALQ frente a competidores no pueden considerarse (de manera independiente) un “elemento crítico”, sí creemos que el mix de: **(i) mayor equipamiento, (ii) disponibilidad de vehículos transformados y (iii) sistemas de eficiencia (GPS)**, pueden suponer cierto impulso a las ventas y las hace más estables en un entorno de desaceleración.

Tipología de producto de ALQ



Fuente: Compañía

GESTIÓN DEL RIESGO DE CLIENTE

Un negocio de alquiler es tan bueno como su tasa de impago, y ante el mayor Premium de sus productos el perfil del cliente es mejor

Un negocio de alquiler es tan bueno como lo es la tasa de impago, ya que esto determina en gran medida el éxito del mismo. En este sentido, creemos que la estrategia de ALQ es razonable para una empresa de su tamaño (sin pertenecer a una entidad financiera que la sustente en un entorno negativo) y se basa en:

- **Limitar el riesgo operativo en la fase de venta de stock.** Para evitar las tensiones financieras de una alta cocurrencia en la devolución de vehículos, no impulsan más allá de lo estrictamente necesario las grandes licitaciones. Así, entendemos que el pico de devoluciones mensuales en ningún caso superan el 2% de la masa total de vehículos gestionados (170 vehículos, ~10 vehículos por delegación) y estos se venden en menos de 30 días. Esto supone que incluso en un escenario de rotura del mercado de segunda mano, tendrían margen para aplicar medidas de corrección sin que esto supusiese un peligro a nivel de balance.
- **Aplicar un sistema de rating interno a los clientes.** De tal manera que éstos pueden obtener mejores (o peores) precios en función de como de “cuidado” han tenido el anterior vehículo. Es decir, número de partes, penalidad de los mismos, etc.
- **Cierto premium de precio frente a comparables, ALQ no es la más barata del sector** (no compite abiertamente en precio) pero tampoco lo pretende. En un sector tan exigente como el industrial tiene un doble efecto: **(i)** Los clientes de media son más solventes y **(ii)** puedes dar un servicio más personalizado (en línea con lo comentado anteriormetne) lo que en la práctica le permite reconocer antes los riesgos subyacentes a los que está a su vez sujeto el cliente (y que traslada a ALQ).
- **Apostar por producto de alto valor añadido pero con cierto margen para ser utilizado en diversos negocios.** De este modo, incluso los productos que requieren una inversión más alta (y menos comoditizables), creemos que deberían seguir teniendo salida incluso en un escenario de recesión. Así, creemos que en el contexto ideal de precio (vehículos extremadamente especializados) y ocupación, la apuesta de ALQ (vehículos que pese a ser transformados pueden usarse en distintos sectores) es especialmente eficiente (como lo demuestra que su ocupación, pese a aumentar la flota en esta área, sigue siendo ~91%).

Con todo, la compañía reporta una morosidad de ~0,6%, algo que vemos especialmente notable dado que uno de los problemas en este modelo de negocio es que en entornos de fuerte crecimiento en cuanto a aperturas de sedes (similar a la que está llevando ALQ), existe “la tentación” de relajar los ratios de solvencia de los clientes para aumentar más rápidamente la flota.

SITUACIÓN COMPETITIVA, ANÁLISIS DAFO

La situación de ALQ se ve reflejada en el análisis DAFO a continuación:

Análisis DAFO	
DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausencia de un socio financiero que les permita afrontar situaciones de restricción de capital. ▪ Tamaño relativamente pequeño dentro de la industria. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumento de la competencia por parte de otros players de mayor tamaño. ▪ Cambio de la normativa de emisiones que implique una reducción del valor residual de la flota.
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Elevado conocimiento del sector y de las necesidades de sus clientes. Desarrollo de productos a medida, lo que supone un elemento diferencial frente a los grandes grupos. ▪ Baja rotación de los empleados. ▪ Flexibilidad a los cambios de la demanda. Adaptación con rapidez a los cambios normativos de las licitaciones. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Posibilidad de abrir nuevos nichos de negocio con mayor valor añadido. ▪ Transformación del mercado de automoción de primera mano en un sector dominado por el Uso vs Propiedad.

Fuente: BS Análisis

Creemos que su tamaño y especialización les permitirá seguir creciendo con fuerza

Del diagrama anterior destacamos principalmente, **su capacidad para seguir creciendo creando un micronicho dentro del sector del renting flexible** (los vehículos transformados creemos que actualmente suponen <5% del renting flexible), algo que si bien puede ser rentable en una compañía de este tamaño, creemos que sería de difícil implantación en los principales competidores del sector. Así, volvemos a destacar el *Know – How* (de un equipo con más de 40 años de experiencia) como la principal barrera de entrada en un sector donde *per se*, apenas existen barreras.

En definitiva, creemos que el mercado de renting debería tender a la especialización y no vemos que los grandes players del mercado de renting tradicional pasen a atacar el nicho de renting industrial por varias razones:

- El **proceso de venta** del vehículo es **diferente** (el comprador nunca es un particular).
- La **flexibilidad de los grandes proveedores** de Renting es **limitada**.
- El **renting flexible es un negocio que exige una especialización relativamente alta** (muchos de los vehículos vendidos, son modificados previamente).
- El **renting flexible** exige un nivel de **gestión del cliente más intensiva** y una mayor proximidad (tanto física como emocional).
- El tamaño es sensiblemente más bajo, así, el Renting Flexible no supone ni el 15% del total del sector del Renting en España.

Por lo tanto, creemos que **ALQ posee una situación razonablemente positiva incluso en un entorno de tipos bajos** (que pese a favorecer el negocio, dada la elevada importancia que tiene el coste de financiación, alimenta la entrada de nuevos competidores) y pensamos que su posicionamiento (con cierto Premium) le aleja de la pelea en el segmento del mercado donde la competencia es claramente más agresiva.

2. GOBIERNO CORPORATIVO: ESTABILIDAD

ANTECEDENTES HISTÓRICOS

ALQ salió a bolsa en Julio 2018

ALQ salió a bolsa el 11 de julio de 2018 (capitaliza 34 M euros y ha tenido un *performance* de +6% en absoluto desde la salida a bolsa) tras experimentar un importante crecimiento tras la adquisición de la misma por la Familia Acebes (en 2009). Este núcleo familiar es conocido en el sector en España ya que en los años 80 fundaron Fualsa, compañía que actualmente forma parte de Northgate (líder en España de renting flexible con ~45% de cuota).

EQUIPO DE GESTIÓN

La Familia posee el 70% de la compañía

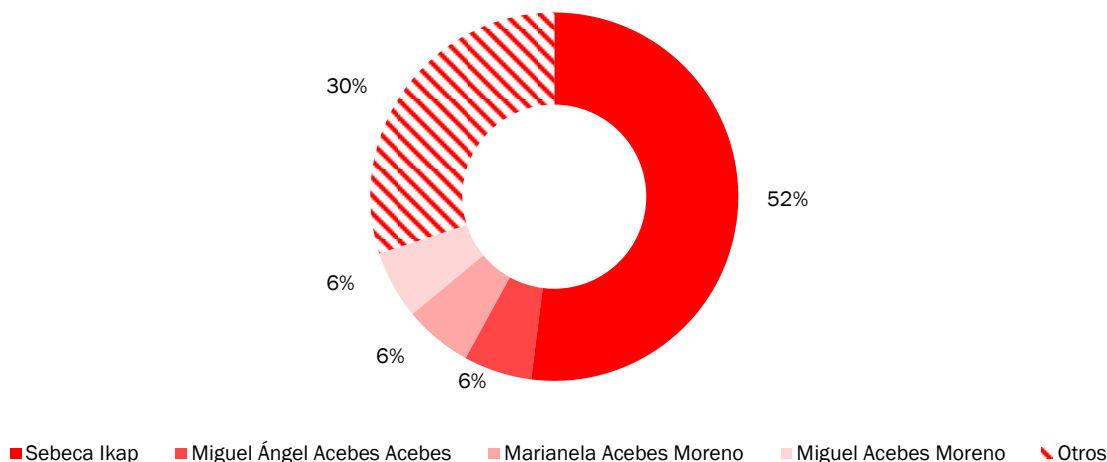
Miguel Ángel Acebes (actual Presidente del Consejo), ha estado en la formación e impulso del negocio del renting flexible en este país desde su inicio hasta la actualidad. Su heredera natural, Marianela Acebes (actual CEO de la compañía) y José Ramón Calvo (Director General Corporativo) dirigen actualmente la compañía.

Pese al importante crecimiento de la compañía en los últimos 5 años **la estructura sigue siendo limitada**, lo que **agiliza la toma de decisión** y **concentra las responsabilidades de estrategia y desarrollo de negocio en un pequeño número de directivos**, que supone <5% de la plantilla, que ya alcanza los 150 empleados.

Así, **ALQ es una empresa familiar**, donde la **vocación de permanencia en el accionariado es una de sus señas de identidad**. El principal accionista de la compañía es Sebeca Ikap (52% de ALQ), sociedad patrimonial propiedad de la Familia Acebes.

Más allá de la participación de esta sociedad, los otros principales accionistas a título personal (según consta a Julio-19) serían a Miguel Ángel Acebes Acebes (6% de ALQ, Presidente de Alquiber), Marianela Acebes Moreno (6% de ALQ, CEO de Alquiber) y Miguel Acebes Moreno (6% de ALQ, hijo de Miguel Ángel y hermano de Marianela, pero sin cargos dentro de la empresa).

Principales accionistas de ALQ



Fuente: Compañía y BS Análisis

Es decir, **de modo directo y/o indirecto la familia controla el 70% del capital de la compañía**, sin que haya ningún otro accionista con al menos el 10% (como se puede ver en el gráfico anterior). Esto tiene un claro reflejo en el Consejo de Administración, donde de los 7 puestos, 3 dependen de la compañía (4 si consideramos a Jaime Izquierdo, fundador de ALQ que posteriormente la vendió a Miguel Ángel Acebes) y los otros 3 podrían ser considerados independientes.

En nuestra opinión, creemos que **este tipo de estructura debería ir ajustándose** y entendemos que **lo razonable sería que a medio plazo el número de Consejeros Independientes aumentase**, de tal modo que los accionistas minoritarios tuviesen una mayor representatividad. No obstante, pese a que este elemento es mejorable, entendemos que se debe al poco tiempo que la compañía lleva siendo pública.

3. ESTIMACIONES AGREGADAS: LAS DINÁMICAS SEGUIRÁN SIENDO FAVORABLES

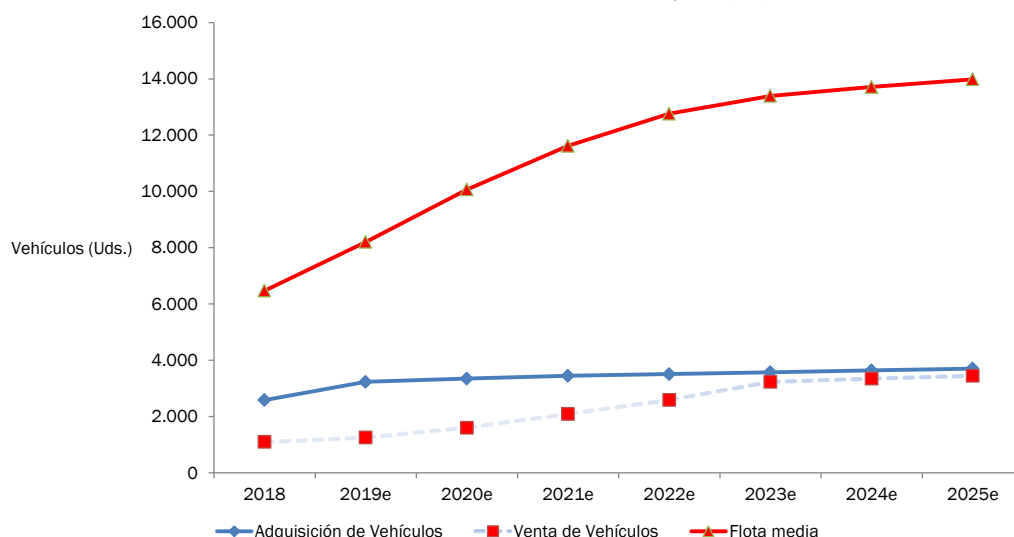
Los Rdos. 1S'19 volvieron a demostrar que ALQ está en plena forma

En los **Rdos. 1S'19 ALQ volvió a demostrar que se encuentra en plena forma** y presentó unos importantes crecimientos en ventas (+26,2% vs +30% media últimos 3 años), pese al ya de por sí exigente comparable, gracias no sólo al aumento de sedes (y unidades) sino a un LfL que continúa asentado en el doble dígito (>+12% BS(e) vs +8,8% del sector Renting). Esto les permite tener a tiro su objetivo (no oficial) de 10.000 vehículos en 2020, lo que implicaría únicamente un crecimiento de +20% en 18 meses. Si asumimos que 2 de las nuevas sedes (17 sedes a Octubre'19) están operando por debajo de *Breakeven* (estimamos en 200 vehículos), entonces **ante un calendario de aperturas que creemos que les llevará a alcanzar las 21 localizaciones BS(e) a 2020, vemos muy asequible que sean capaces de cumplir con su cifra** de vehículos mencionada anteriormente, ya que implicaría que su flota creciese LfL únicamente un +6,8% en próximo año (vs >15% medio en los últimos 5 años).

Además de la mejora en unidades, el margen se está acelerando

Por el lado operativo, el EBITDA a 1S'19 creció un +30,4% gracias a la buena evolución de las ventas y a un sólido **margen que se aceleró +180 pbs hasta el 54%** (vs 52,2% en 1S'18) y que se vio favorecido por la elevada ocupación (91% vs 91% del líder del sector), así como el efecto mix. Esto les permitió más que compensar el efecto dilutivo de las sedes en fase de *Ramp-up* (que asumimos que tienen un margen inferior al del resto de la compañía hasta al menos 15 meses después de su apertura). Con todo, de **cara al resto del año** pensamos que las dinámicas serán parecidas y esperamos que el crecimiento de ventas se sitúe finalmente en +23,8% y en EBITDA en +24,2%, algo que podría tener cierta variación en función de cuando se lleve la apertura efectiva de alguna de las sedes que deberían cerrarse a finales de 2S. Siendo este el principal efecto que nos hace mostrarnos cautos en cuanto a la mejora en márgenes para el conjunto de 2019 (53,7% en BS(e) y 53,5% en 2018).

Evolución de la flota media y compra/venta de vehículos de ALQ



Fuente: BS Análisis

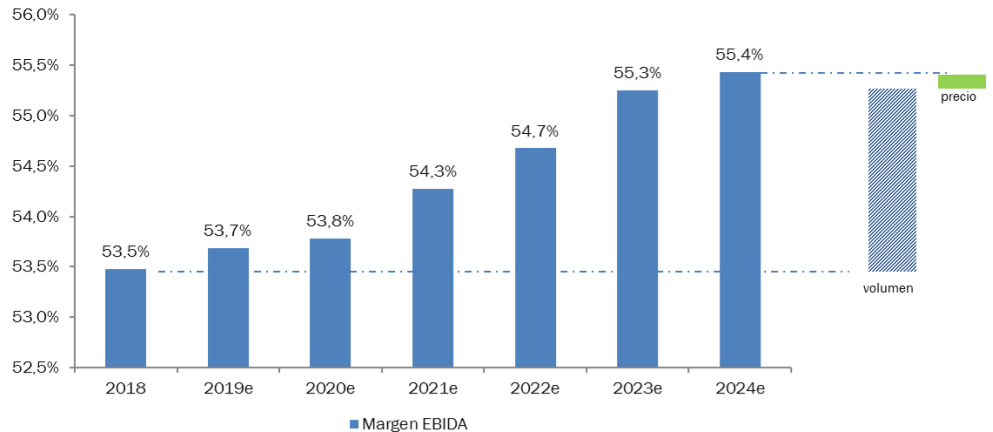
Una vez que la etapa de expansión concluya, deberían continuar creciendo más que el PIB

A largo plazo, pensamos que es factible que **una vez que la etapa de fuerte crecimiento concluya** (y que podría llevarles hasta 24 sedes en 2023) **los crecimientos en flota media continúen estando por encima del crecimiento del PIB a largo plazo** (+2% vs +1,5% PIB), lo que vemos incluso bajos si tenemos en cuenta las transformación en los patrones de consumo de las empresas (Uso vs Compra) y los bajos tipos de interés que se esperan para los próximos años (lo que favorecería la expansión de este modelo de negocio).

Esperamos que en 2023 su flota tenga más de 13.800 vehículos y el margen EBITDA se eleve hasta el 55,4%

Todo lo anterior, les llevaría a alcanzar una **cartera de 13.855 vehículos en 2024** (+70% vs 2019) y a unas **ventas anuales de 96 M euros** (41 M euros en 2018) que supondría un crecimiento medio del +15,2% (TACC'18/24). En EBITDA esperamos una aceleración algo mayor con un crecimiento de +15,9% medio anual hasta 2024 (TACC'18/24) gracias a la mejora que prevemos de los márgenes que se deberían elevar hasta 55,4% (vs 53,5% en 2018). Esto vendría avalado por el apalancamiento operativo del negocio, así como la mayor rentabilidad de los vehículos transformados (eje de la creación de valor de ALQ).

Bridge de margen EBITDA



Fuente: BS Análisis

Nuestras cifras se basan en las siguientes perspectivas para las 2 principales líneas de negocio:

- **Alquiler de vehículos** (81% ventas de ALQ): Esperamos un aumento de los precios de +5,9% hasta 2024. Debido esencialmente a un mejor mix de vehículos. No obstante, en lo que se refiere a vehículos comparables (de bajo valor añadido) pensamos que la dinámica del sector debería ser ligeramente deflacionaria debido a: **(i)** los bajos costes de la deuda y **(ii)** los elevados descuentos que prevemos en la fase de compra, que entendemos que será trasladada en su gran mayoría al cliente. Además, creemos que el mercado aún está lejos de llegar a su punto de saturación, lo que limita que haya fuertes presiones en este punto.
- **En vehículo de ocasión** (19% ventas de ALQ), que son los coches en propiedad que venden una vez que ha terminado el proceso de alquiler: Nuestras estimaciones son conservadoras y asumimos que únicamente recuperan el 45% del precio de adquisición vehículo. Como comentábamos antes, no esperamos que ALQ desarrolle una plataforma de venta al por menor y pensamos que seguirá centrando esta parte a un modelo B2B, lo que reduce en nuestra opinión los tiempos de venta (<1 mes desde el momento de puesta a la venta). Por otra parte, los cobros en esta división se realizan en el momento de la venta, por lo que no vemos un riesgo muy relevante en esta pata del negocio (más allá de una eventual pérdida en el valor residual debido a la regulación, ya comentado), que **existe esencialmente para dar salida a los activos que dejan de estar en fase de alquiler.**

En definitiva, **nuestras estimaciones agregadas** para los próximos años implican un **importante crecimiento en todas las líneas**, como se puede ver a continuación:

Estimaciones agregadas Alquiler

		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC'18-24e
Ventas	(miles de €)	51.274	63.582	75.430	84.827	93.370	96.812	15,2%
	Var(%)	23,8%	24,0%	18,6%	12,5%	10,1%	3,7%	
Flota media (Uds.)		9.193	10.939	12.299	13.224	13.566	13.855	11,5%
	Var(%)	27,5%	19,0%	12,4%	7,5%	2,6%	2,1%	
Venta de vehículos		7.785	10.164	13.523	16.945	21.435	22.473	22,5%
	Var(%)	17,2%	30,6%	33,0%	25,3%	26,5%	4,8%	
	% Sobre total Ventas	15,2%	16,0%	17,9%	20,0%	23,0%	23,2%	
Alquiler de vehículos		43.489	53.418	61.907	67.883	71.936	74.339	13,5%
	Var(%)	25,1%	22,8%	15,9%	9,7%	6,0%	3,3%	
	% Sobre total Ventas	84,8%	84,0%	82,1%	80,0%	77,0%	76,8%	
EBITDA	(miles de €)	27.527	34.194	40.937	46.379	51.588	53.666	15,9%
	Var(%)	24,3%	24,2%	19,7%	13,3%	11,2%	4,0%	
	margen	53,7%	53,8%	54,3%	54,7%	55,3%	55,4%	
Amortización		-21.849	-26.733	-30.909	-34.403	-37.430	-40.171	15,7%
	Var(%)	30,6%	22,4%	15,6%	11,3%	8,8%	7,3%	
EBIT	(miles de €)	5.664	7.448	10.014	11.962	14.144	13.481	16,4%
	Var(%)	4,7%	31,5%	34,5%	19,5%	18,2%	-4,7%	
	margen	11,0%	11,7%	13,3%	14,1%	15,1%	13,9%	
Gastos financieros		-2.321	-2.578	-2.790	-2.822	-2.665	-2.447	2,7%
	Var(%)	11,0%	11,0%	8,2%	1,2%	-5,6%	-8,2%	
BAI	(miles de €)	3.320	3.343	4.870	7.224	9.140	11.480	23,9%
	Var(%)	4,9%	0,7%	45,7%	48,3%	26,5%	25,6%	
	margen	6,5%	5,3%	6,5%	8,5%	9,8%	11,9%	
BDI	(miles de €)	2.503	3.646	5.408	6.843	8.594	8.261	22,2%
	Var(%)	0,7%	45,7%	48,3%	26,5%	25,6%	-3,9%	
	margen	4,9%	5,7%	7,2%	8,1%	9,2%	8,5%	

Fuente: BS Análisis

4. SITUACIÓN FINANCIERA: LA DEUDA NO ES UN PROBLEMA

Pese a la fuerte necesidad de financiación de ALQ no creemos que éste sea un elemento crítico

Como comentábamos anteriormente el negocio de Renting necesita de un importante volumen de fondos en la fase de crecimiento, lo que justifica en gran medida el mayor endeudamiento de ALQ. No obstante, queremos destacar que el LTV medio en nuestro periodo de proyección es de 0,65x lo que permitiría, incluso en el escenario más desfavorable, recuperar la inversión realizada.

Así, como podemos ver en la tabla siguiente, a medida que los incrementos de flota se van estabilizando, la variación de tesorería se vuelve netamente positiva. En todo caso el modelo de negocio evidencia dos elementos críticos en cuanto a tesorería:

- **Disponibilidad de fondos bancarios.** Algo que se sustentaría con un pool muy amplio (>20 proveedores de capital) y donde estarían todas las principales bancos del país, así como las propias financieras de las marcas. Además, creemos que ante la elevada solidez del negocio para los próximos años y la mejora del perfil de riesgo los más probable es que el coste de financiación se vaya reduciendo en los próximos años
- **La desinversión de los vehículos** En este punto creemos que en línea con lo visto en otros países europeos, la fuerte demanda de vehículos en modalidad de Renting acaba dinamizando el mercado de segunda mano, por lo que el riesgo en esta línea lo vemos limitado.

Con todo, la DN/ EBITDA media para el periodo de proyección se sitúa en 2,2x (vs 2,9x en 2019 BS(e) y 1,5x/3x del sector) .

	Flujo de Caja					
(miles de €)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Beneficio Neto	2.503	3.646	5.408	6.843	8.594	8.261
Depreciación y Amortización	21.849	26.733	30.909	34.403	37.430	40.171
Variación circulante	1.286	1.447	1.471	378	317	9
Otros	-1.885	-2.333	-3.825	-5.471	-7.502	-7.866
Flujo de Caja Operativo	23.753	29.492	33.963	36.153	38.840	40.575
Capex	-47.706	-48.930	-49.894	-50.284	-51.189	-52.631
Desinversiones	7.785	10.164	13.523	16.945	21.435	22.473
Flujo de Caja de Inversi	-39.921	-38.765	-36.370	-33.339	-29.754	-30.158
Ajustes leasing	-4.709	-5.421	-4.387	-2.635	-1.537	-627
Flujo de Caja pre-divide	-20.877	-14.694	-6.794	179	7.548	9.790
Dividendos	-561	-729	-1.082	-1.369	-1.719	-1.719
Variación de Deuda Net:	-21.439	-15.423	-7.876	-1.190	5.830	8.071
Deuda neta	80.044	95.468	103.344	104.534	98.704	90.633
DN/EBITDA	2,9x	2,8x	2,5x	2,3x	1,9x	1,7x

Fuente: BS Análisis

En la salida a bolsa ALQ se comprometió a un payout del 20% hasta 2021

CAPITAL ALLOCATION: DIVIDENDO SOSTENIBLE Y ALGO DE M&A

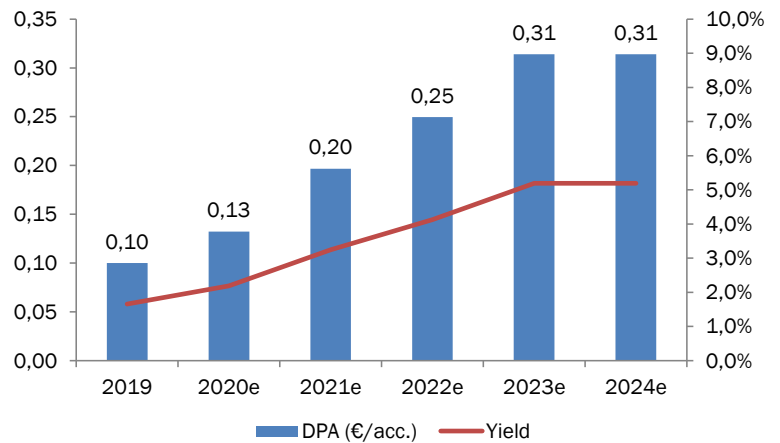
La compañía tiene como objetivo de dividendo el reparto del 20% del BDI totalmente en efectivo. No obstante, a medida que el crecimiento se estabilice (termine la expansión de las sedes) vemos razonable que dicho *payout* pueda aumentar, hasta al menos el 30% (algo que no recogemos en nuestras estimaciones, donde lo mantenemos al 20%).

Esto, unido a los fuertes crecimientos del BDI les permitiría **que el dividendo por acción vaya aumentando con fuerza**, hasta llegar a una rentabilidad por dividendo cercana al 5% ya en 2023 (vs ~1,7% actual).

Además, de lo anterior, creemos que ante el bajo nivel de endeudamiento en el que se encontraría la compañía a partir de 2023 (<2x DN/EBITDA) no descartamos que en ese momento lleven a cabo alguna operación de M&A (coste inferior a <50 M euros, 35% EV(e), lo que no supondría un riesgo significativo para el valor. En este sentido, creemos que podrían adquirir algún operador generalista (en manos de entidades financieras) o algún player que les permita entrar en Canarias. No vemos por ahora una expansión más allá de nuestras fronteras.

En definitiva, creemos que el **dividendo** (algo de importancia marginal en el sector) podría ser **una de las grandes razones para entrar en el valor** incluso con el limitado payout actual.

Dividendo vs Yield



Fuente: BS Análisis

5. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Nuestra valoración supone un rango en el que su punto medio ofrecería un potencial del 80%

Valoramos la compañía a través de un descuento de flujos de caja en el que tomamos una **WACC del 7,2%** basándonos en una estructura de capital D/E (65%/35%) con un coste de la deuda del 4,3% (claramente por encima de los niveles actuales a los que se financia la compañía, <3%) y un coste de los fondos propios del 14,5%). Además, estimamos una tasa de **crecimiento a futuro g del 1%**.

Estimaciones para DCF

(miles de €)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBIT(1-T)	4.241	5.576	7.497	8.956	10.590	10.093
Amortización	21.849	26.733	30.909	34.403	37.430	40.171
Variación Circulante	1.286	1.447	1.471	378	317	9
Capex	- 47.706	- 48.930	- 49.894	- 50.284	- 51.189	- 52.631
Ajustes valor residual	10.526	11.123	11.686	12.039	12.403	12.778
FCF	- 9.805	- 4.051	1.670	5.492	9.551	10.419

Metodología: Modelos propios BS Análisis

En base al descuento de flujos de caja anterior, **nuestro nuevo escenario arroja una valoración base para ALQ de 131 M euros**. Si asumimos que el coste de la deuda se mantiene en los próximos años a estos niveles en recurrencia entonces nuestra valoración se situaría alrededor de 150 M euros. En este sentido establecemos **nuestro rango de valoración entre 131 – 150 M euros EV**. Esto arrojaría una valoración implícita de 4,6x EV/EBITDA'20 (vs 3,8x actual) y 18,9x EV/EBIT'20 (vs 15,3x actual).

Análisis de sensibilidad a G y Kd

M euros	Coste de la deuda (Kd)				
	2,30%	3,30%	4,30%	5,30%	6,30%
0,25%	141,59	128,82	117,73	107,99	99,36
0,50%	147,19	133,53	121,73	111,43	102,34
0,75%	153,31	138,63	126,04	115,11	105,52
g 1,00%	160,01	144,18	130,70	119,07	108,92
1,25%	167,39	150,24	135,76	123,34	112,57
1,50%	175,56	156,89	141,26	127,96	116,49
1,75%	184,65	164,21	147,26	132,97	120,72

Metodología: Modelos propios BS Análisis

Tras incorporar la DFN de 2019 por 79,1 M euros, al rango de valoración de EV anterior, llegamos un **precio por acción entre 9,00 euros/acc. y 12,75 euros/acc.** siendo el punto medio 10,89 euros/acc. (+80% potencial).

6. RATIOS COMPARABLES

ALQ cotiza en línea con Northgate en PER'20 algo que en nuestra opinión no se justifica dado el superior crecimiento actual de ALQ

ALQ cotiza en línea con Northgate en PER'20 (9,3x vs 8,2x de Northgate y 16,6x implícito de nuestra valoración) algo que en nuestra opinión no se justifica dado el superior crecimiento actual de ALQ. La cotización de Northgate se encuentra actualmente deprimida tras una evolución discreta en los últimos años (-35% vs máximos de 2017). Esto, creemos que se debe esencialmente porque aunque el 30% de free-float es suficiente, la liquidez del valor es baja (negocia 0,03 M de euros al día, 0,1% de las acciones), no obstante creemos que esto podría solucionarse en parte cuando la compañía cotice en el mercado continuo como tiene previsto a medio plazo.

En relación con el resto de comparables, ALQ cotizaría con descuento en todas las líneas frente al mix de comparables, algo que entendemos que se irá reduciendo a medida que la compañía adquiera tamaño relativo.

COMPARABLES	Capitalización	PER ajustado 20e/21e	EV/Ventas 20e/21e	EV/EBITDA 20e/21e	EV/EBIT 20e/21e	Comparables	
						Yield 20e/21e	Yield 20e/21e
ALQUIBER	33	9,3x / 6,3x	2x / 1,8x	3,8x / 3,4x	15,3x / 11,4x	2,1%	2%
Northgate PLC	471	8,2x / 7,6x	1,2x / 1,2x	3,2x / 3,1x	11,6x / 11,4x	6,3%	6,4%
Europcar Mobility Group SA	687	7,9x / 6,3x	0,8x / 0,7x	7,7x / 7,1x	9,8x / 9x	2,5%	3,6%
Sixt SE	4.271	19,6x / 18,2x	2,2x / 2,1x	7x / 6,6x	18,9x / 18,2x	2,4%	2,6%
Localiza Rent A Car S.A.	7.870	40,3x / 30,6x	4x / 3,3x	20x / 16,6x	27,9x / 22,6x	0,7%	1%
MEDIA PONDERADA		30,8x / 24,5x	3,2x / 2,7x	14,6x / 12,4x	23,5x / 20x	1,5%	1,8%

Fuente BS Análisis y Factset

ALQUIBER VS NORTHGATE: ¿MERECE LA PENA APOSTAR POR EL “RECIÉN LLEGADO”?

ALQ vs Northgate, supone apostar por uno de los mercados con mayor crecimiento de Europa

El principal escollo en determinadas compañías de pequeña escala es cuando buscamos una referencia con la que compararlas. En el caso de ALQ, el comparable está claro: Northgate.

En este punto, la pregunta a desentrañar es evidente: ¿Merece la pena ALQ vs Northgate? Para ello, creemos que es importante acudir al número frío para no realizar profecías autocumplidas.

- **Crecimiento.** Como comentábamos anteriormente Northgate es el líder del mercado con un ~45% de cuota en Renting Flexible en España, frente al 11% de ALQ. En este sentido, creemos que los crecimientos no son muy diferentes a nivel comparable (en ambos casos estarían alrededor del doble dígito). No obstante, el que ALQ aún tenga margen para seguir creciendo en sedes (>+10% en los próximos 5 años), les aporta un plus adicional de crecimiento.
- **Peso de las licitaciones sobre el total del parque.** En este punto, el mayor tamaño de Northgate les coloca como claros ganadores en grandes licitaciones. Esto si bien tiene sus ventajas (dado el menor coste comercial de esas ventas), tiene el contra de que supone una mayor presión en la gestión del stock, los márgenes por vehículo son más bajos y por lo general la duración de dichas concesiones es inferior al contrato habitual.
- **Mercados.** La principal diferencia se encuentra en la exposición geográfica de ambos, así si ALQ se encuentra focalizada en España, Northgate tiene también un foco muy importante en Reino Unido, lo que en la práctica es asumir un riesgo adicional por Brexit.
- **Nivel de Endeudamiento.** En este punto, endeudamiento de ALQ es claramente superior al de Northgate. No obstante, esta variable no es muy representativa ya que depende esencialmente de la fase de crecimiento en la que se encuentra la compañía. Así, ceteris paribus, una compañía con fuertes crecimientos debería tener un mayor endeudamiento que una de crecimiento menor.
- **Efecto M&A.** Este sector seguirá consolidándose en los próximos años. Así, creemos que lo razonable es que éste se estabilice con 4/5 proveedores a nivel nacional que supongan el 80%/90% de la cuota. Con el 20% restante como elemento residual. **En este sentido, entendemos que ALQ tiene mucho más que ganar que Northgate porque puede ser el encaje perfecto en operaciones de compra, venta y/o fusión.**

Así, creemos que si bien Northgate es una compañía sólida, creemos que **el mix de ALQ de crecimiento y opcionalidad de M&A la hace más atractiva.** Además, creemos que al concentrar su negocio únicamente en España (mercado en clara expansión), nos permite tener un entorno macro más “relajado”.

7. DATOS FINANCIEROS

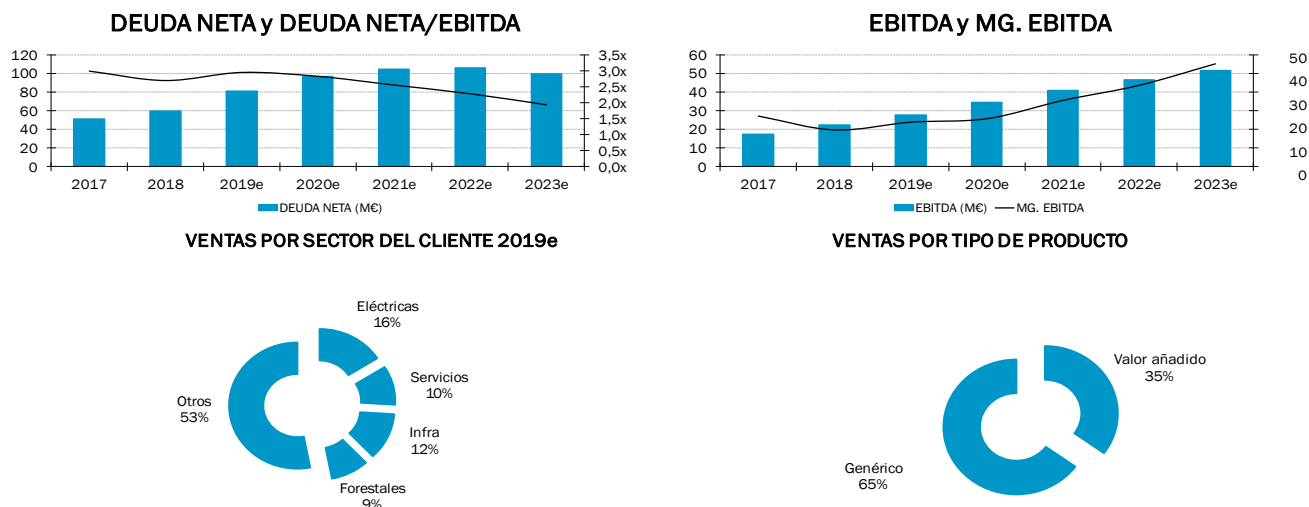
PERDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
Ventas	41,4	51,3	63,6	75,4	22,1%
<i>Crec%</i>	30,1%	23,8%	24,0%	18,6%	
EBITDA	22,1	27,5	34,2	40,9	22,7%
<i>Crec%</i>	29,2%	24,3%	24,2%	19,7%	
<i>Margen EBITDA</i>	53,5%	53,7%	53,8%	54,3%	
EBIT	5,4	5,7	7,4	10,0	22,8%
<i>Crec%</i>	11,7%	4,7%	31,5%	34,5%	
<i>Margen EBIT</i>	13,1%	11,0%	11,7%	13,3%	
Gastos financieros netos	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8	10,1%
<i>Crec%</i>	24,6%	11,0%	11,0%	8,3%	
Impuestos	0	0	-1	-1	n.a.
Tasa Impositiva (%)	-25,1%	-25,1%	-25,1%	-25,1%	
Minoritarios s/ BAI (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
BDI	2,5	2,5	3,6	5,4	29,6%
Nº Accs medio	5,6	5,6	5,6	5,6	
BPA	0,44 €	0,45 €	0,65 €	0,96 €	29,6%
<i>Crec%</i>	4,4%	0,7%	45,7%	48,3%	
BPA Ajust.	0,44 €	0,45 €	0,65 €	0,96 €	29,6%
<i>Crec%</i>	4,4%	0,7%	45,7%	48,3%	
DPA	0,09 €	0,10 €	0,13 €	0,19 €	27,1%
<i>Payout (%)</i>	21,2%	22,3%	20,0%	20,0%	
<i>Yield (%)</i>	1,5%	1,7%	2,1%	3,2%	
Capex	18,3	47,7	48,9	49,9	39,7%

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
BDI	2,5	2,5	3,6	5,4	29,6%
+Amortizaciones	16,7	21,9	26,7	30,9	22,7%
-Variación Circulante Neto	1,2	1,3	1,4	1,5	7,4%
-Total Inversiones brutas	18,3	47,7	48,9	49,9	39,7%
+/- Desinversiones y otros Ajustes	-7,3	3,7	5,3	8,2	-204,1%
Cash Flow Libre Operativo	-7,6	-20,9	-14,7	-6,8	-3,5%
-Dividendos	0,5	0,6	0,7	1,1	27,1%
Cash Flow Libre (después de dividendos)	-8,1	-21,4	-15,4	-7,9	-0,9%

BALANCE (M Euros)	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
Activo fijo	73,5	99,4	121,6	140,5	24,1%
Circulante neto	9,2	12,7	16,6	19,5	28,4%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	22,3%	24,7%	26,2%	25,9%	
Patrimonio neto atribuible	20,9	29,8	42,0	58,2	40,8%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Deuda Neta	58,6	80,0	95,5	103,3	20,8%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	2,8x	2,7x	2,3x	1,8x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	2,6x	2,9x	2,8x	2,5x	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	22,3%	24,7%	26,2%	25,9%	
ROE	11,9%	8,4%	8,7%	9,3%	
ROCE	5,1%	3,9%	4,1%	4,6%	

RATIOS DE MERCADO	2018	2019e	2020e	2021e
EV/Ventas	2,24x	2,22x	2,04x	1,82x
EV/EBITDA	4,18x	4,14x	3,79x	3,36x
ROCE/WACC	0,71x	0,54x	0,57x	0,65x
PER	13,68x	13,58x	9,32x	6,29x
PER Ajustado	13,68x	13,58x	9,32x	6,29x
P/CF	13,68x	13,58x	9,32x	6,29x
P/VC	1,63x	1,14x	0,81x	0,58x
FCF Yield	2,9%	-14,7%	-7,7%	-2,5%

8. DATOS OPERATIVOS



Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Construcción, materiales de
construcción, inmobiliarias y
REITS**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Distribución, retail, logística,
alimentación y bebidas**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de
Crédito**

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com
Pablo Esteve: EstevePJ@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimersin asesoramiento de inversión

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El período de validez del rango de valoración presentado se establece en 12 meses. El rango de valoración está basado en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de estimaciones propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que se pueden basar tanto en el descuento de flujos de caja, como en una suma de partes, la comparación de ratios, el descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio del rango de valoración que se daría a conocer mediante un nuevo informe de análisis, por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías: Cellnex, Acciona, Telefónica, ACS, Euskaltel, CAF, CIE, FCC, Colonial, Ferrovial, Sacyr, Meliá, Fluidra, Insur, Aedas y Másmóvil.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Acerinox, ACS, Amadeus, Aena, BBVA, Bankia, Bankinter, CaixaBank, Cellnex, Colonial, Endesa, Enagas, Ferrovial, Grifols, Iberdrola, IAG, Indra, Inditex, Mapfre, Meliá, Merlin, Arcelor, Naturgy, Red Eléctrica, Repsol, Santander, Siemens Gamesa, Telefónica, Mediaset, Viscofan, DIA, Técnicas Reunidas, Applus Servicios, Antena 3TV, Gestamp, Euskaltel, Sacyr, Prosegur, Logista, Hispania y BME y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Iberpapel, Sacyr, Indra y Metrovacesa.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

De acuerdo con la información correspondiente al último Informe Anual de Gobierno Corporativo publicado por Banco Sabadell, los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: D. José Javier Echenique Landiribar de ACS, Ence y Telefónica. Doña María José Beato de Red Eléctrica. Don George Johnston de Acerinox y Merlin. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.