



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 50 M €

Initiation date
LongTerm 06/04/2021
Senior 30/10/2025
Secured 50 M €
Rating Date 30/10/2025

Contacts

Lead analyst
Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de GAM en “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de “BBB” al programa de bonos de €50m denominado ‘Programa de Renta Fija Vinculado a la Sostenibilidad, GAM 2025’.
- GAM constituye un grupo de origen asturiano especializado en el servicio integral de alquiler de maquinaria.
- El rating corporativo se apoya en un 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 controlado en función de la industria en la que opera (DFN/EBITDA de 3,7x en promedio).
- Por otro lado, la calificación corporativa se ve limitada por el aún modesto tamaño actual de la empresa en una industria altamente atomizada, lo que limita su posicionamiento competitivo. Además, el grupo muestra una ajustada autonomía financiera (Patrimonio neto/DFT de 32,6% en promedio) y una baja cobertura de intereses (EBITDA/intereses de 4,5x en promedio).
- Para evaluar financieramente a GAM se han usado dos tablas de métricas atendiendo a las diferentes volatilidades de sus negocios. Se ha utilizado la tabla de baja volatilidad para los negocios de alquiler de largo plazo y los servicios complementarios al mismo (cartera contratada de duración de 36 meses iniciales, aunque con renovaciones que por lo general se extienden hasta los 60 meses), así como el negocio de compra-venta y distribución, los cuales funcionan bajo pedido. Por otro lado, se ha utilizado la tabla de volatilidad estándar para el negocio de alquiler de corto plazo por ser más cíclica.
- En línea con nuestra metodología, la industria de bienes de capital tiene riesgos ESG de medio a alto (puntuación en el sector heatmap entre 3.5 y 3.9). Esto resulta en una rebaja de un escalón en la calificación del sector debido a consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran buenas (puntuación ESG entre 1 y 1,5), teniendo esto un efecto positivo de medio escalón en la calificación del perfil financiero.
- El rating del programa de bonos (€50m) mejora en dos escalones respecto al rating corporativo en base a su carácter secured y el correspondiente análisis de recuperabilidad que denota una alta probabilidad de recobro (~90%) incluso bajo un escenario de estrés. La garantía está representada por una promesa de garantía real de primer rango sobre el valor neto contable de un parque de maquinarias que deberá ser en cualquier caso al menos el 110% del importe de cada emisión. La última valoración del parque de maquinarias (VNC de €55m) se realizó en octubre del 2025 (valor de mercado de €80,6m, elaborado por un tercero independiente de reconocido prestigio en el negocio de venta de maquinaria usada). Este parque de maquinaria se encuentra totalmente operativo y libre de toda carga, gravamen o afección, tal y como ha confirmado la compañía. Se destaca la estructura de la financiación con cláusulas de ‘negative pledge’, por lo que se limita la constitución de nuevas garantías reales, así como, el apoderamiento irrevocable a favor del comisario de los bonistas para que, llegado el caso, pueda constituir la garantía real sobre la maquinaria (se dispone de una nota legal elaborada por una firma de reconocido prestigio).

Descripción de la Compañía

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, manutención y energía. La empresa cuenta con un elevado número de equipos (+40.000 máquinas), principalmente compuesto por equipos de manutención, 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, manutención, 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, JLG, Oil&Steel, Bravi, Mobilev, Logistrans, Tennant, Clark, etc.).
- Ocasión: compra y venta de maquinaria, subastas y repuestos.
- Robótica: especializada en los servicios de robótica, automatización y drones.
- Formación-Kirleo: formación certificada de operarios presencial y online.
- Mantenimiento: a todo tipo de máquinas propia y de terceros.
- Movilidad sostenible- Inquieto: soluciones de reparto sostenible a través de vehículos ligeros y cero emisiones.
- Reviver: nueva línea dedicada a la refabricación de maquinarias (economía circular).

A cierre del ejercicio 2024, GAM presentó una cifra de negocios de €304m (+8,3% interanual) con un EBITDA recurrente de €80,7m (margen EBITDA del 26,5%), registrando un ratio de DFN/EBITDA ajustado de 3,9x. En el primer semestre del 2025, GAM presentó una cifra de negocios de €152,1m (+6,1% interanual) con un EBITDA recurrente de €42,8m (margen EBITDA del 28,1%), registrando un ratio de DFN/EBITDA LTM ajustado de 3,9x.

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 €146,7m al 29/10/2025 vs €119,1m al 25/03/2024).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

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

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, entre los que destaca GAM, los que tienen una cuota de mercado media nacional relevante, apoyados por su amplia oferta y parque de maquinarias. No obstante, las pequeñas y medianas empresas suelen ser muy agresivas en precios, afectando los márgenes de rentabilidad (márgenes de EBIT medios entre 9.0% y 13.0%). La volatilidad se considera baja 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.

- Industria con un riesgo ESG medio- alto.

Atendiendo a nuestra metodología, la industria de bienes de capital tiene riesgos ESG de medio a alto (puntuación en el sector heatmap entre 3.5 y 3,9). Esto resulta en una rebaja de un escalón en la calificación del sector debido a consideraciones de ESG relacionadas con la industria. Las industrias pesadas tienen un alto impacto en el clima ya que son altamente intensivas en energía en el proceso de producción y generan altos niveles de GEI en todas las medidas de alcance. Además de las emisiones de GEI, el impacto en la contaminación también está vinculado al proceso de producción, que genera altos niveles de residuos mientras que el reciclaje sigue siendo limitado. El sector de bienes de capital también tiene un impacto significativo en los recursos, consumiendo una gran cantidad de materias primas. Sin embargo, el impacto en la biodiversidad es medio, ya que esto puede variar dependiendo del uso del suelo y del proceso de producción. En cuanto a los proveedores, las materias primas son cada vez más problemáticas debido a incertidumbres geopolíticas.

Posicionamiento Competitivo

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

GAM se posiciona como una de las compañías líderes dentro del sector, con una cuota de mercado nacional relevante (cercana al 10% considerando únicamente las ventas procedentes del alquiler de maquinaria), 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 cinco 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, (el top-15 tiene una antigüedad media de > 15 años). GAM cuenta con 80 delegaciones distribuidas en 8 países, cerca de 60 en Iberia, convirtiéndose en el grupo de alquiler de equipos con 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, JLG, Oil&Steel, Bravi, Mobilev, Logistrans, Tennant y Clark, etc, algunas de ellas vendidas en exclusiva (por ejemplo, Hyster-Yale en España, Portugal y Marruecos o Yale en España y Portugal).

Adicionalmente, el elevado número de equipos (aprox. 40.000 unidades), la variedad de equipos especializados según industria (elevación, manutención, manipulación, energía, etc) con antigüedad media del parque de maquinaria de 6,5 años y 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 (84,1% en 2024 vs 82,1% en 2023 y 79,8% en 2022), siendo una ventaja significativa ante eventuales cambios regulatorios.

Adicionalmente, destacamos el proyecto diferenciador: Reviver (proyecto de refabricación de maquinaria basado en los principios de la economía circular desarrollado entre 2023-2024), el cual cuenta con alto potencial de crecimiento y transformación para la compañía, permitiendo i) reducir la necesidad de adquisición de nueva maquinaria a terceros, lo que disminuye las necesidades de CAPEX y de financiación. Se estima que el coste de la refabricación de maquinaria existente será equivalente al 60%-70% del precio de adquisición de una nueva maquinaria, lo que representa importantes ahorros, especialmente en un sector tan demandante de inversión. ii) crecimiento y renovación de contratos de renting/outsourcing con clientes actuales.

Dentro del entorno competitivo se identifica a Hune Loxam, Arolis Iberia (antiguamente Alfaland) y Kiloutou. Hune Loxam es un grupo internacional orientado al alquiler de equipos del sector constructor (empresa generalista). Arolis 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	Hune Loxam	Arolis Iberia S.A ¹	Kiloutou España S.A ¹
	2024	2023	2023	2022
Facturación	304.038	2.551.759	42.660	31.019
EBITDA	80.691	929.466	8.045	9.204
Margen EBITDA	26,5%	36,4%	18,9%	29,7%
EBIT	25.223	292.944	-360	2.661
Margen EBIT	8,3%	11,5%	-0,8%	8,6%
EBT	2.677	102.241	-2.817	1.695
Total Activo	551.228	6.040.330	77.259	60.866
Patrimonio Neto	107.204	785.230	414	27.005
Deuda Financiera Total	347.896	4.485.342	58.294 ²	29.193 ²
Deuda Financiera Neta	317.520	4.344.549	56.887 ²	27.295 ²
PN/DFT	30,8%	17,5%	0,7%	92,5%
DFN/EBITDA	3,9x	4,7x	7,1x	3,0x
FFO	57.516	670.458	6.737	8.505
FFO/DFN	18,1%	15,4%	11,8%	31,2%
EBITDA/Intereses	3,8x	-4,9x	-3,3x	-9,5x

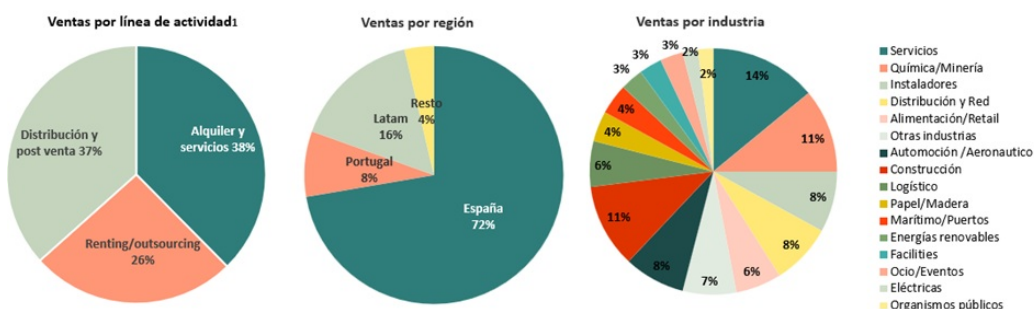
Últimas cuentas disponibles para los competidores Hune Loxam y Arolis Iberia (31 diciembre 2023) y Kiloutou España (31 diciembre 2022). ²Para una mejor comparativa se ha considerado la deuda con empresas del grupo como deuda financiera, al entenderse que se financian vía intragrupo.

Los márgenes de rentabilidad y el nivel de endeudamiento de GAM se encuentra en la media del sector, donde las variaciones responden con el mix de 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.

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

A nivel de diversificación, GAM ha evolucionado desde el tradicional negocio del alquiler a corto plazo, muy intensivo en capital y más cíclico, hacia un negocio muy diversificado, que requiere de menos inversión y que es complementario a las necesidades de los clientes. Todo ello, ha consolidado un mix equilibrado en el que tienen mayor prevalencia las actividades recurrentes de alquiler de largo plazo y los negocios sin CAPEX (63% s/total ventas de 2024) sobre el negocio tradicional de alquiler a corto plazo (38% s/total de ventas 2024), dotando de mayor solidez y recurrencia de caja al negocio con un menor requerimiento de inversión.

Diversificación FY24



1 Alquiler y servicios (corto plazo). Renting/ outsourcing: alquiler de maquinaria y servicios complementarios, cuya duración media se estima en el entorno de los 36 meses iniciales, aunque con las renovaciones, por lo general la duración se extiende hasta los 60 meses. Distribución y postventa: incluye venta, distribución, mantenimiento, formación, recambios, etc.

Además, la presencia en el negocio de largo plazo afianza la relación y fidelización de clientes, potenciando el crecimiento a otros negocios (*cross selling*) como la formación, mantenimiento, etc.

A nivel geográfico, si bien se valora positivamente la posición competitiva de GAM en el ámbito ibérico (España y Portugal), la elevada concentración de ingresos (80,5% de las ventas y 75% del EBITDA recurrente), constituyen un riesgo relevante ante el carácter procíclico de la industria. Para reducir estos riesgos, el grupo, además de incrementar su negocio en actividades más estables y menos dependientes de la coyuntura económica (largo plazo y sin CAPEX), está potenciando el crecimiento en otros países donde ya tiene presencia, tales como Chile, México, República Dominicana, Marruecos, o Arabia Saudí (19,5% s/total de ingresos en 2024 vs 18% en 2019). Además GAM cuenta con una favorable diversificación a nivel de sectores destino, aumentando el negocio en sectores más resilientes ante cambios de ciclo (la actividad constructora representa apenas un 11% s/ventas en 2024) y a nivel de clientes, no existe una concentración significativa (top 20 y top 1 representan un 11% y 1,4% respectivamente s/ventas de 2024), destacando que una parte significativa de las ventas se realiza a empresas cotizadas o de reconocida solvencia.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionista mayoritario de carácter industrial y holgada capacidad financiera.

A cierre de diciembre 2024 y junio-2025, la estructura de propiedad del grupo estaba 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 10,56%, así como el CEO D. Pedro Luis Fernández con un 6,06% y el Banco Santander con un 4,48%. El restante 20,66% 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 crecimiento del grupo bajo un endeudamiento relativamente controlado.

A nivel del equipo directivo, a pesar de tener presencia del accionariado en el consejo de administración, Pedro Luis Fernández como CEO y Francisco Riberas López como consejero 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 ajustado de 3,7x en promedio), aunque con una limitada autonomía financiera (PN/DFT ajustada de 32,6% en promedio).

- Buena política ESG a nivel compañía.

El Grupo GAM tiene una calificación positiva a ESG (puntuación ESG entre 1,0 y 1,5). El impacto de riesgos en materia ESG se considera bajo dado que la empresa ya tiene en cuenta la gestión de aspectos ESG. Destacan las estrategias a nivel de ambiente, con certificaciones externas (ISO 14001), así como también en políticas de gobierno corporativo (presencia de un consejo de administración con miembros independientes, código de conducta de libre acceso, análisis de materialidad de factores ESG) y social (certificaciones ISO 45001, bajo absentismo, entre otros).

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Evolución positiva de los ingresos y el EBITDA, con márgenes de rentabilidad estables y con tendencia creciente.

Rentabilidad. Miles de €.							
	FY22	FY23	FY24	24vs23	1S24	1S25	1S25vs24
Facturación	223.239	280.855	304.038	8,3%	143.345	152.115	6,1%
Mg Bruto	68,6%	67,0%	68,1%	1,1pp	64,8%	64,5%	-0,3pp
EBITDA	58.339	73.654	80.691	9,6%	38.537	42.764	11,0%
Mg EBITDA	26,1%	26,2%	26,5%	0,3pp	26,9%	28,1%	1,2pp
EBIT	16.653	23.244	25.223	8,5%	10.329	13.982	35,4%
Mg EBIT	7,5%	8,3%	8,3%	0,0pp	7,2%	9,2%	2,0pp
Gastos Financieros	9.334	15.828	21.265	34,4%	10.397	10.059	-3,3%
EBT	7.049	6.920	2.677	-61,3%	69	3.762	5352,2%

GAM alcanzó una cifra de negocio récord de €304,0m, +8,3% vs 2023, creciendo en todos los negocios y países. El incremento de los ingresos permitió la generación de EBITDA recurrente de €80,7m en 2024, +9,6% interanual (+86,2% vs FY19), con un margen EBITDA que se mantuvo relativamente estable en 26,5% a pesar del contexto inflacionario, dado la capacidad de repercutir oportunamente en el precio final. GAM obtuvo un EBIT de €25,2m +8,5% interanual.

Los gastos financieros ascendieron significativamente a €21,3m +34,4% vs el año anterior, debido al incremento de los tipos de interés en los nuevos contratos a tipo fijo, como en aquellos contratos existentes vinculados a tipos de interés variable. Consecuentemente, el grupo no pudo consolidar un mayor resultado antes de impuestos (EBT), situándose en €2,7m (61,3% por debajo del EBT en 2023). Es importante destacar que el proyecto de sostenibilidad Reviver impactó en el resultado del 2024 en aproximadamente -€3,9m, siendo el 2024 el primer año de operaciones, pero sin generar retornos. Con todo ello, se valora positivamente la evolución del grupo, con un crecimiento relevante de las ventas a la vez que mantiene estables los márgenes de rentabilidad.

En base a cifras del primer semestre del 2025, la empresa aumentó su cifra de negocio un 6,1% interanual, hasta los €152,1m. El EBITDA mejoró un 11%, hasta alcanzar los €42,8m (margen EBITDA del 28,1%, +1,2pp vs el mismo periodo en el año anterior). La buena evolución de las cifras permitió alcanzar un EBT de €3,8m, muy superior al mismo periodo del 2024.

De cara a ejercicios futuros, se estima un incremento progresivo de la cifra de negocios y de los márgenes de rentabilidad entre 2025-2027, principalmente apoyado en la consolidación de las operaciones de M&A completadas en los últimos ejercicios, la tendencia de las empresas a externalizar sus actividades no core, el mayor posicionamiento en sectores y países con perspectivas de crecimiento y rentabilidades superiores.

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento estable y controlado a cierre 2024 y a junio 2025.

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+6,7% 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. Entre las operaciones relevantes de financiación destacan la formalización, en diciembre de 2024, de un nuevo préstamo sindicado por importe de €60m (saldo dispuesto de €20m correspondientes con el Tramo A a cierre del 2024), el cual permitió el pago anticipado de la anterior deuda sindicada que había sido suscrita en 2015 junto con la cancelación de pólizas de crédito, ambos con vencimiento previsto en 2025. Asimismo, se destaca la renovación del programa de pagarés (incorporado en el Mercado Alternativo de Renta Fija 2021 y renovado el 29 de enero de 2024), con un saldo de €43,1m vs €17m en el 2023. Actualmente, el grupo está trabajando en la emisión de un programa de bonos secured de €50m (ver detalle en Perfil de emisión).

La positiva evolución del negocio permitió a GAM mantener estable el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA de 3,9x, -0,1x por debajo del 2023). A pesar de tener niveles de endeudamiento ligeramente elevados, estos 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 3,8x (-0,9pp vs 2023) 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.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.						
	2022	2023	2024	1S 2025	24v23%	25vs24%
Obligaciones y otros	52.043	46.948	72.928	80.249	55,3%	10,0%
Préstamos	80.191	108.921	108.015	107.020	-0,8%	-0,9%
Otras deudas con entidades de crédito	31.738	25.416	10.362	2.255	-59,2%	-78,2%
Arrendamientos	83.026	112.308	108.085	110.836	-3,8%	2,5%
Otros préstamos con vinculadas	10.000	10.000	10.000	10.000	0,0%	-10,0%
Otros	26.636	33.354	37.948	39.686	13,8%	4,6%
DFN Reportada	283.634	336.947	347.338	349.046	3,1%	0,5%
Factoring sin recurso	8.545	9.586	10.558	11.394	10,1%	7,9%
Otros préstamos con vinculadas ²	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	0,0%	-10,0%
DFN ajustada	282.179	336.533	347.896	351.440	3,4%	1,0%
Caja	57.541	39.084	30.376	22.116	-22,3%	-27,2%
DFN ajustada¹	224.638	297.449	317.520	329.324	6,7%	3,7%
EBITDA	58.339	73.654	80.691	84.918 ³	9,6%	5,7%
DFN/EBITDA ajustado	3,9x	4,0x	3,9x	3,9x	-0,1x	-0,1x

1 El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €288,5m (Junio-2025), €279,2m (2024) y €265,4m (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 LTM de 3,4x, 3,5x y 3,6x, respectivamente. 2 Se excluye al estar vinculada con el accionista principal de la compañía, deuda subordinada la cual ya ha sido novada en dos ocasiones (2020 y 2024) alargando el calendario de vencimientos. 3 LTM EBITDA.

En base a cifras del primer semestre el 2025, el nivel de endeudamiento se mantuvo estable, situándose en 3,9x, mientras que la cobertura de intereses mostro cierta mejoría (EBITDA/intereses de 4,1x +0,3x vs el cierre 2024).

De cara al periodo 2025-2027, desde EthiFinance Ratings se estima una reducción de los niveles de inversión, lo que junto con la consolidación de mejores márgenes de rentabilidad, mejoraría el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA ajustado estimado de 3,5x en promedio). La cobertura de intereses también mejoraría, aunque a un ritmo más lento (EBITDA/intereses de 4,6x en promedio) ya que la bajada de tipos de interés no tiene un efecto inmediato en la P&L, llevando cierto decalaje.

Análisis de Flujo de Caja

- Déficit a nivel de FCF ajustado, derivado de las inversiones en maquinaria.

Cash flow. Miles de €.							
	FY22	FY23	FY24	24vs23	1S24	1S25	1S25vs24
FFO	47.635	52.728	57.516	9,1%	24.265	36.184	49,1%
+/- variación WK	- 4.948	13.421	1.940	-85,5%	1.113	910	-18,2%
CFO	42.687	66.149	59.456	-10,1%	25.378	37.094	46,2%
CF Inversión	-42.415	-83.715	-46.956	43,9%	-25.191	-29.560	17,3%
Arrendamientos operativos	-23.277	-29.994	-31.685	-5,6%	-16.410	-19.281	17,5%
CF Libre	-23.005	-47.560	-19.185	59,7%	-16.223	-11.747	-27,6%
+/- variación patrimonio	3.391	-426	-152	64,3%	-97	-289	197,9%
- Dividendos	-	-	-	-	-	-	-
CF Final Generado Internamente	-19.614	-47.986	-19.337	59,7%	-16.320	-12.036	-26,3%
+/- variación en deuda	63.275	29.529	10.629	-64,0%	9.249	3.776	-59,2%
+/- Tipo de cambio	-	-	-	-	-	-	-
Variación neta en caja	43.661	-18.457	-8.708	52,8%	-7.071	-8.260	16,8%
Caja inicial	13.881	57.541	39.084	-32,1%	39.084	30.376	-22,3%
Caja final	57.541	39.084	30.376	-22,3%	32.013	22.116	-30,9%

El grupo continúa mostrando FFOs crecientes y positivos, con una cifra de €57,5m en 2024 (+9,1% interanual) favorecido por el aumento de negocio y su correspondiente efecto sobre el EBITDA. El CFO se situó en €59,4m (-10,1% interanual) tras mayor control en el working capital durante el ejercicio.

El CFI se redujo notoriamente a €46,9m vs €83,7m (-43,9% interanual). Durante el 2024, GAM redujo la inversión significativamente (CAPEX total de 55,5m vs €117,4m en 2023), siendo el grueso destinado a inversiones en maquinaria para crecimiento (€48,6m vs €86m en 2023). Además, el grupo no completó ninguna operación de M&A durante el 2024, distinto al año anterior donde se destinó un CAPEX de €19,9m por este concepto (adquisición de la sociedad Carretillas Mayor S.A y Ozmaq, S.A de C.V, junto con el 50% de las participaciones restantes de la sociedad GAM Arabia Company Limited).

Consecuentemente, el grupo redujo el déficit de FCF ajustado notoriamente, situándose en -€19,2m (vs -€47,6m en 2023), siendo positivo sin el ajuste asociado con los pasivos correspondientes con arrendamientos.

La posición de caja y equivalentes disminuyó un 22,3%, situándose en €30,4m vs €39,1m en 2023.

En el primer semestre 2025, a pesar de la mejora en la generación de CF operativos, la empresa mantuvo el déficit de FCF ajustado, lo que contribuyó a una disminución del saldo de efectivo y equivalentes.

GAM espera reducir su CAPEX de manera sustancial en los siguientes años. La combinación de las características actuales de la flota de maquinaria (parque joven y bien diversificado, y compuesto por máquinas fácilmente adaptables a cualquier cliente/sector) junto con la planta de economía circular REVIVER, se espera contribuya significativamente a reducir las necesidades anuales de CAPEX y por ende de financiación. La reducción del CAPEX de crecimiento automáticamente incrementaría el FCF, siendo una potencial palanca de liquidez existente.

Capitalización

- Prevalece la ajustada autonomía financiera FY24 y a junio-2025.

El activo total del grupo se mantuvo estable en 2024, cerrando en €551,2m (+2,6% interanual), estando principalmente representando por el inmovilizado material y activos por derecho de uso (cerca del 65% del total activo), asociado mayoritariamente con el parque de maquinaria, propio de la naturaleza del negocio.

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 30,8% a cierre 2024, similar al año anterior. A pesar de ello, se destaca el valor neto contable del parque de maquinarias por €353,3m (clasificados bajo inmovilizado tangible + activos por derecho de uso), el cual se estima significativamente mayor a precios de mercado, representando un músculo financiero extra relevante ante escenarios de estrés.

Al 30 de junio 2025, la empresa mantiene un nivel de capitalización estable, situándose en 30,6% (-0,2pp vs diciembre-2024).

Liquidez

- Buena liquidez y satisfactorio perfil de refinanciación.

A diciembre del 2024, la empresa reportaba un saldo de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo de €109,3m. Se destaca el buen perfil financiero de GAM, lo que aumenta la capacidad de acceso a la refinanciación de sus deudas a corto plazo y emisión de nueva deuda, especialmente a nivel de circulante (por ejemplo, se ha incorporado el nuevo "Programa de Pagars vinculados a la sostenibilidad GAM 2025" con un saldo máximo vivo de €75m, con un saldo de €49,9m a junio-2025 vs €43,1 a cierre 2024). Esto, junto a la generación de CFO recurrente (estimado en €65,9m en 2025), el saldo de efectivo y equivalentes (€30,4m a cierre 2024), las líneas de crédito no dispuestas, mantendría al grupo con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros exigibles, así como el CAPEX de mantenimiento en los próximos años.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo País

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

Perfil de emisión

Principales términos y condiciones	
Emisor	General de Alquiler de Maquinaria S.A.
Instrumento	Programa de Renta Fija Vinculado a la Sostenibilidad, GAM 2025
Importe	Hasta €50m.
Plazo	5 años.
	Promesa de garantía real de primer rango.
	Se ha tenido acceso a una nota legal elaborada por una firma de reconocido prestigio, en el que se destaca los siguientes puntos:
Garantía	<ul style="list-style-type: none"> GAM se compromete incondicional e irrevocablemente, en el supuesto de que haya un evento de constitución de la garantía (amortización sindicada, que se supere el ratio de apalancamiento fijado, concurso o procedimientos afines), a constituir a favor de los bonistas, un derecho real de prenda sin desplazamiento de primer rango o hipoteca mobiliaria de primer rango sobre las máquinas existentes o sobre otras máquinas que sean adquiridas por el emisor, libres de cargas, cuyo valor de la garantía sea de al menos el ciento diez por ciento (110%) del importe de cada emisión (ratio de cobertura de garantía). Además, se establece, que el emisor otorgará junto con la promesa de garantía real, un apoderamiento irrevocable en documento público a favor del comisario de los bonistas para que éste último pueda llevar a cabo, en nombre y representación del emisor, los actos referidos a otorgar y perfeccionar la garantía real sobre la maquinaria, siempre y cuando el emisor no haya realizado los actos pertinentes en el citado plazo de diez días hábiles desde que el comisario de los bonistas le haya requerido para ello.
Destino de los fondos	Los fondos podrán destinarse a (i) al crecimiento orgánico en el marco de la estrategia del emisor y su grupo; (ii) la financiación de adquisiciones corporativas de compañías nacionales e internacionales, o (iii) la amortización anticipada de endeudamiento del emisor y de su grupo, según se establezca en las correspondientes condiciones finales de cada emisión.
Igualdad de rango (Pari Passu)	El emisor se compromete durante toda la vida de los bonos a mantener los bonos y los derechos de los bonistas, al menos, al mismo rango de prelación que los que correspondan con el resto de acreedores del emisor, presente o futuros, no subordinados y no garantizados.
Prohibición de otorgar garantías reales	En tanto que los bonos emitidos no estén completamente amortizados, el emisor se obliga a no otorgar otras garantías reales de naturaleza alguna (por ejemplo, hipotecas, prendas) ni permitir cargos o gravámenes de ningún tipo sobre cualquiera de los elementos constitutivos de su activo a favor de terceros acreedores.
Ratio de apalancamiento financiero	Deuda Financiera neta/EBITDA deberá ser igual o inferior a 4,0x, de esta manera: 2026: 4,00x 2027: 3,75x 2028-2030: 3,5x
Interés	El interés nominal será fijo (entre 5%-6%)

El análisis de recuperabilidad se fundamenta en estresar la valoración del parque de maquinarias objeto de la promesa de garantía real de primer rango, realizada por un tercero independiente de reconocido prestigio en el negocio de venta de maquinaria usada (valoración realizada en octubre-2025), para simular un escenario de default. Además, se ha tenido en cuenta la opinión legal de una firma con reconocido prestigio, destacando la protección del bonista ante cualquiera de los eventos desencadenantes de la constitución de la garantía. Todo ello, ha resultado en una tasa de recuperabilidad del 90% del programa de bonos en un escenario hipotético de default. En base a ello, se ha mejorado en dos escalones la valoración del instrumento en relación con el rating corporativo, siendo asimilada como 'secured'.

Análisis del recobro. Miles de €.	
Valor contable del lote de maquinarias	55.000
Valor de mercado del lote de maquinarias	80.600
Mínimo precio de mercado estimado	56.420
Gastos administrativos y otros (-)	-11.284
Valor ajustado neto	45.136
Importe máximo de la emisión	50.000
Tasa de recuperación	90%

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.	FY23	FY24	24vs23	1S25
Facturación	280.855	304.038	8,3%	152.115
EBITDA	73.654	80.691	9,6%	42.764
Margen EBITDA	26,2%	26,5%	0,3pp	28,1%
EBIT	23.244	25.223	8,5%	13.982
Margen EBIT	8,3%	8,3%	0,0pp	9,2%
EBT	6.920	2.677	-61,3%	3.762
Total Activo	537.224	551.228	2,6%	551.318
Patrimonio Neto	104.026	107.204	3,1%	107.484
DFT Ajustada ¹	336.533	347.896	3,4%	351.440
DFN Ajustada ¹	297.449	317.520	6,7%	329.324
PN/DFT Ajustado	30,9%	30,8%	-0,1pp	30,6%
DFN/EBITDA Ajustado	4,0x	3,9x	-0,1x	3,9x
FFO	52.728	57.516	9,1%	36.184
FFO/DFN Ajustado	17,7%	18,1%	0,4pp	22,0%
EBITDA/Intereses	4,7x	3,8x	-0,9x	4,1x

¹ El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €288,5m (Junio-2025), €279,2m (2024) y €265,4m (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 LTM de 3,4x, 3,5x y 3,6x, respectivamente.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB-
Análisis Sectorial	BBB-
Ajuste ESG	Negativo
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobierno corporativo	BBB-
Perfil Financiero	BB
Cash flow y endeudamiento	BB
Solvencia	B-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BB+
Modificadores	No
Rating	BB+
Rating instrumento	BBB

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo - rating corporativo (↑)

En estos momentos, una subida de la calificación corporativa se entiende como poco probable en el corto-medio plazo. No obstante, una mejora continuada de los siguientes factores pudiera ayudar en un futuro a una subida de rating: contexto económico favorable que propicie el crecimiento de la inversión en infraestructuras, construcción y otras industrias, impulsando la demanda de equipos de obra civil y maquinaria pesada. Además, la mayor tendencia hacia la externalización de activos (asset-light), que fomente el alquiler frente a la compra, podría mejorar la rotación del parque de maquinaria y la rentabilidad del sector. A manera orientativa, la mejora de los niveles de endeudamiento ajustado (DFN/EBITDA por debajo de 3,0x, FFO/DFN superior al 30% y EBITDA/intereses por encima de 5,5x en promedio), junto con el incremento de la autonomía financiera ajustada (PN/DFT por encima del 40% en promedio) podría ser indicativo de una mejora en la calificación.

- Factores negativos en el largo plazo- rating corporativo (↓)

Entorno económico desfavorable, que derive en una caída de las ventas y/o presión en márgenes de rentabilidad, en general el incumplimiento de las proyecciones actuales. A manera orientativa, el deterioro de los niveles de endeudamiento ajustado (DFN/EBITDA cercano a 4,0x, FFO/DFN por debajo del 20% y EBITDA/intereses por debajo de 4,5x en promedio), empeoramiento de la autonomía financiera ajustada (PN/DFT por debajo del 30% en promedio) y/ o deterioro del perfil ESG, podría ser indicativo de una bajada de rating.

- Factores positivos en el largo plazo - rating instrumento (↑)

De acuerdo a nuestra metodología no hay factores en el corto plazo que permitan estimar una subida del rating del instrumento.

- Factores negativos en el largo plazo – rating instrumento (↓)

La bajada del rating del programa de bonos se produciría de forma inmediata con el deterioro del rating corporativo, y/o si se produce un cambio o deterioro de las garantías del instrumento.

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 - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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 not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- 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