



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 50 M €

Initiation date

LongTerm 06/04/2021
Senior Secured 30/10/2025
50 M €

Rating Date 30/10/2026

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 afirma la calificación del Programa de Renta Fija Vinculado a la Sostenibilidad, GAM 2025 en “BBB”.
- 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 positiva valoración del accionista principal, cuyo carácter industrial y holgada capacidad financiera refuerzan el rating otorgado. Asimismo, se destaca un nivel de apalancamiento controlado en función de la industria en la que opera (DFN/EBITDA ajustado de 3,6x 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 baja autonomía financiera (Patrimonio neto/DFT ajustado por debajo de 35% en promedio) y una cobertura de intereses de nivel medio (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, el cual funciona bajo pedido. Por otro lado, se ha utilizado la tabla de volatilidad estándar para el negocio de alquiler de corto plazo dada su mayor ciclicidad.
- En línea con nuestra metodología, la industria de bienes de capital tiene riesgos ESG medio a altos (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 adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.
- 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 incluso bajo un escenario de estrés (tasa de recuperación estimada del 90%). 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. A pesar de que la promesa de prenda no es equiparable a una garantía real ya constituida, desde EFR destacamos la estructura de la financiación con cláusulas de ‘negative pledge’, lo que 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 sin la intervención de la compañía (se dispone de una nota legal elaborada por una firma de reconocido prestigio).
- Para la evaluación de la calificación se han tenido en cuenta las proyecciones financieras para el periodo 2026-2028, no obstante, estas no se muestran en este informe debido a su carácter confidencial.

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), compuesto principalmente por equipos de manutención, manipulación, elevación, energía y eventos. 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, Bravi,

- XCMG, 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 propias y de terceros.
- Movilidad sostenible- Inquieto: soluciones de reparto sostenible a través de vehículos ligeros y de cero emisiones.
- Reviver: nueva línea dedicada a la refabricación de maquinarias (economía circular).

A cierre del ejercicio 2025, GAM presentó una cifra de negocios de €316,1m (+4% interanual) con un EBITDA recurrente de €87m (margen EBITDA del 27,5%), registrando un ratio de DFN/EBITDA ajustado de 3,7x. En el primer semestre del 2026, GAM presentó una cifra de negocios de €156,1m (+2,6% interanual) con un EBITDA recurrente de €43,9m (margen EBITDA del 28,1%), registrando un ratio de DFN/EBITDA LTM ajustado de 3,7x.

La compañía cotiza en las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao siendo la primera fecha de cotización el 13 de junio de 2006 (capitalización bursátil alcanzó los €134,82m al 19/10/2026).

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, caracterizada 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% y 13%). 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 entrada se consideran elevadas, dadas la inversión inicial, experiencia y fidelización de clientes, requeridas 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. El sector se beneficia de la externalización de servicios, que permite a las distintas industrias ahorrar costes fijos, mejorar la eficiencia y adaptarse 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 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 (cerca al 9% 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 reforzada 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 > 10 años). GAM cuenta con 80 delegaciones distribuidas en 9 países, cerca de 60 en Iberia, convirtiéndose en el grupo de alquiler de equipos con 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, Bravi, XCMG, Logistrans, Tennant y Clark, etc., algunas de ellas vendidas en exclusiva (por ejemplo, Hyster-Yale en España, Portugal y Marruecos o XCMG 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 6,8 años y vida útil de en torno a 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 y creciente volumen de equipos de emisiones cero (85,4% en 2025 vs 84,1% en 2024, 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. El proyecto permite: 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) impulsar el crecimiento y la renovación de contratos de renting/outsourcing con clientes actuales.

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

Principales magnitudes. Miles de €.

	GAM	Loxam Group	Aprolis Iberia S.A ¹	Kiloutou España S.A ¹
	FY25	FY25	FY24	FY24
Facturación	316.113	2.471.998	42.731	40.062
EBITDA	87.039	871.381	9.044	11.295
Margen EBITDA	27,5%	35,3%	21,2%	28,2%
EBIT	28.477	233.727	-164	2.810
Margen EBIT	9,0%	9,5%	-0,4%	7,0%
EBT	8.539	21.629	-683	235
Total Activo	562.735	5.522.014	72.534	112.443
Patrimonio Neto	111.485	736.774	33.992	27.759
Deuda Financiera Total	353.116	4.122.651	21.384	79.338 ²
Deuda Financiera Neta	319.663	3.964.831	20.526	74.329 ²
PN/DFT	31,6%	17,9%	159,0%	35,0%
DFN/EBITDA	3,7x	4,6x	2,3x	6,6x
FFO	66.391	601.829	8.587	9.064
FFO/DFN	20,8%	15,2%	41,8%	12,2%
EBITDA/Intereses	4,3x	4,2x	7,9x	4,4x

¹ Últimas cuentas disponibles para los competidores Aprolis Iberia y Kiloutou España (31 de diciembre 2024). ² Para una mejor comparativa se ha considerado la deuda con empresas del grupo como deuda financiera, al entenderse que se financian vía intragrupo.

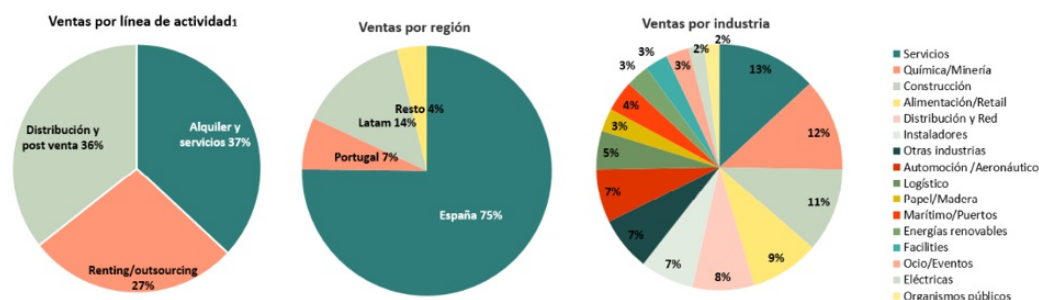
Los márgenes de rentabilidad y el nivel de endeudamiento de GAM se encuentran en la media del sector. Las variaciones responden al mix de servicios: las empresas dedicadas únicamente al alquiler presentan mayores márgenes de rentabilidad, pero también mayores necesidades de inversión y niveles de endeudamiento.

- **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 (63,1% s/total ventas de 2025 vs 62,6% en

2024) sobre el negocio tradicional de alquiler a corto plazo (36,9% s/total de ventas 2025 vs 37,4% en 2024), dotando de mayor solidez y recurrencia de caja al negocio con un menor requerimiento de inversión. Se destaca la existencia de una cartera contratada cercana a los €280m (alquiler y servicios recurrentes a largo plazo), con una tasa de renovación de contratos a su vencimiento superior al 90%.

Diversificación FY25



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 (81,9% de las ventas y 80% del EBITDA recurrente), constituye 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, Perú, República Dominicana, Marruecos, o Arabia Saudí (18,1% s/total de ingresos en 2025 vs 16% en 2021). 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 2025) y a nivel de clientes, no existe una concentración significativa (top 20 y top 1 representan un 13,7% y 1,4% respectivamente s/ventas de 2025), destacando que una parte significativa de las ventas se realiza a empresas cotizadas o de reconocida solvencia.

Estructura Accionarial y Gobernanza

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

Al cierre de diciembre de 2025 y de junio de 2026, el grupo estaba controlado por la familia Riberas. D. Francisco J. Riberas Mera ostentaba el 43,24% del capital social y sus hijos Mónica, Patricia y Francisco José, 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 6,24% y el Banco Santander con un 4,48%. El 20,48% restante 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.**

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 3,6x en promedio), aunque con una limitada autonomía financiera (PN/DFT ajustada por debajo de 35% en promedio).

- **Neutra política de ESG.**

El Grupo GAM tiene una calificación neutra a ESG (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5). Los aspectos ESG ya se tienen en cuenta, lo que conlleva una baja probabilidad de que se produzca un impacto relacionado con ESG en los ingresos, los resultados, los flujos de caja, el valor de los activos o la reputación.

El grupo tiene buenas estrategias a nivel de gobierno corporativo con presencia de un consejo de administración que incluye miembros independientes, código de conducta de libre acceso, la priorización de los riesgos ESG con

involucración de grupos de interés internos y externos, entre otros. Adicionalmente destacan las buenas políticas sociales (políticas asociadas con compras y proveedores, certificaciones ISO 45001, bajo ausentismo, entre otros) y ambientales (certificaciones externas ISO 14001 y el buen uso de la energía).

Sin embargo, es importante destacar el deterioro de la calificación de factores medioambientales con respecto al año anterior, derivado principalmente del uso del gas natural en la planta de Reviver, datos que el grupo empezó a reportar en el EINF FY25, teniendo por ende impacto en el presente análisis.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Crecimiento sostenido de los ingresos y mejora progresiva de la rentabilidad.

Rentabilidad. Miles de €.						
	FY24	FY25	25vs24	1S25	1S26	26vs25
Facturación	304.038	316.113	4,0%	152.115	156.121	2,6%
Mg Bruto	68,1%	70,0%	1,9pp	71,1%	73,0%	1,9pp
EBITDA	80.691	87.039	7,9%	42.764	43.898	2,7%
Mg EBITDA	26,5%	27,5%	1,0pp	28,1%	28,1%	0,0pp
EBIT	25.223	28.477	12,9%	13.982	17.041	21,9%
Mg EBIT	8,3%	9,0%	0,7pp	9,2%	10,9%	1,7pp
Gastos Financieros	21.265	20.372	-4,2%	10.059	10.290	2,3%
EBT	2.677	8.539	219,0%	3.762	7.744	105,8%

GAM alcanzó una cifra de negocio récord de €316,1m, +4% vs 2024. Se destaca el crecimiento en el negocio de servicios recurrentes de largo plazo (+9,6% interanual), seguido de crecimientos del 2,6% en el negocio de alquiler y servicios a corto plazo y del 1,4% en el negocio de la distribución y postventa, respectivamente. Esta mejora de la diversificación contribuye a dar una elevada estabilidad a la generación de ingresos y una mayor predictibilidad.

El incremento de los ingresos permitió la generación de EBITDA recurrente de €87m en 2025, +7,9% interanual, con un margen EBITDA de 27,5%, +1pp vs el año anterior, destacando un mayor crecimiento en el mercado ibérico. GAM obtuvo un EBIT de €28,5m +12,9% interanual. Los gastos financieros se situaron en €20,4m (-4,2% interanual), gracias a la reducción del tipo de interés medio (5,8% frente al 6,2% del año anterior, calculado bajo la metodología de EthiFinance Ratings).

El incremento de las ventas y el EBITDA, así como la reducción de los gastos financieros y un menor impacto de las diferencias de tipo de cambio permitieron al grupo alcanzar un mayor resultado antes de impuestos (EBT), situándose en €8,5m (+219% vs 2024). Es importante destacar que el proyecto de sostenibilidad Reviver impactó en el resultado de 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 una evolución positiva en los márgenes de rentabilidad.

En base a cifras del primer semestre del 2026, la empresa aumentó su cifra de negocio un 2,6% interanual, hasta los €156,1m apoyado en la recuperación significativa de la actividad en LATAM (+11% interanual) tras la ralentización observada en el mismo periodo de 2025. El EBITDA mejoró un 2,7%, hasta alcanzar los €43,9m (margen EBITDA del 28,1%). La buena evolución de las cifras permitió alcanzar un EBT de €7,7m, doblando el alcanzado en el mismo periodo del 2025. Las cifras del primer semestre de 2026 representan el 46,2% de las ventas y el 46,1% del EBITDA presupuestado por EthiFinance para el ejercicio 2026, por lo que el cumplimiento de las previsiones contempla una mayor contribución de la actividad y los resultados durante el segundo semestre de 2026.

De cara a ejercicios futuros, EthiFinance Ratings estima un incremento progresivo de la cifra de negocios (aprox. 6% anual) y de los márgenes de rentabilidad (mg EBITDA de 28,5% en promedio) entre 2026 y 2028, principalmente apoyado en la tendencia de las empresas a externalizar sus actividades no core y en el mayor posicionamiento en sectores y países con perspectivas de crecimiento y rentabilidades superiores.

Endeudamiento y Cobertura

- Apalancamiento ligeramente elevado, aunque con perspectivas de reducción gradual.

La positiva evolución del negocio permitió a GAM reducir el ratio de apalancamiento (DFN/EBITDA ajustado de 3,7x, 0,2x por debajo del 2024). 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. La cobertura de intereses se mantuvo en un nivel medio, aumentando hasta 4,3x (+0,5x vs 2024) tras la buena evolución de la rentabilidad.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.					
	2024	2025	jun-26	25v24	26v25
Obligaciones y otros	72.928	81.807	95.914	12,2%	17,2%
Préstamos	108.015	116.420	108.919	7,8%	-6,4%
Otras deudas con entidades de crédito	10.362	569	512	-94,5%	-10,0%
Arrendamientos	108.085	101.554	107.224	-6,0%	5,6%
Otros préstamos con vinculadas	10.000	10.000	9.000	0,0%	-10,0%
Otros	37.948	43.305	35.223	14,1%	-18,7%
DFI Reportada	347.338	353.655	356.792	1,8%	0,9%
Factoring sin recurso	10.558	9.461	8.030	-10,4%	-15,1%
Otros préstamos con vinculadas ²	-10.000	-10.000	-9.000	0,0%	-10,0%
DFI ajustada	347.896	353.116	355.822	1,5%	0,8%
Caja	30.376	33.453	27.420	10,1%	-18,0%
DFN ajustada¹	317.520	319.663	328.402	0,7%	2,7%
EBITDA	80.691	87.039	88.173 ³	7,9%	1,3%
DFN/EBITDA ajustado	3,9x	3,7x	3,7x³	-0,2x	0,0x

¹ El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €270,9m (a 30 de junio 2026), €276,9m (2025) y €279,2m (2024) 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 3,2x, 3,2x y 3,5x, 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 del 2026, el nivel de endeudamiento y la cobertura de intereses se mantuvieron estables, situándose en 3,7x y 4,3x, respectivamente.

De cara al periodo 2026-2028, desde EthiFinance Ratings se estima una reducción de los niveles de inversión, lo que junto con la consolidación de mejores márgenes de rentabilidad, podría mejorar el ratio de apalancamiento de forma progresiva (DFN/EBITDA ajustado estimado de 3,5x en promedio). La cobertura de intereses también mejoraría, aunque a un ritmo más lento (EBITDA/intereses de 5x en promedio) y manteniéndose en un nivel medio.

Análisis de Flujo de Caja

- Déficit a nivel de FCF ajustado, aunque con perspectivas de mejora ante la reducción esperada de las necesidades de inversión.

Cash flow. Miles de €.						
	FY24	FY25	25vs24	1S25	1S26	26vs25
FFO	57.516	66.391	15,4%	36.184	36.206	0,1%
+/- variación WK	1.940	12.018	519,5%	910	7.326	705,1%
CFO	59.456	78.409	31,9%	37.094	43.532	17,4%
CF Inversión	-46.956	-48.587	-3,5%	-29.560	-35.749	-20,9%
Arrendamientos operativos	-31.685	-39.094	-23,4%	-19.281	-19.029	1,3%
CF Libre	-19.185	-9.272	51,7%	-11.747	-11.246	4,3%
+/- variación patrimonio	-152	-499	-228,3%	-289	-54	81,3%
- Dividendos	-	-	-	-	-	-
CF Final Generado Internamente	-19.337	-9.771	49,5%	-12.036	-11.300	6,1%
+/- variación en deuda	10.629	12.848	20,9%	3.776	5.267	39,5%
Variación neta en caja	-8.708	3.077	135,3%	-8.260	-6.033	27,0%
Caja inicial	39.084	30.376	-22,3%	30.376	33.453	10,1%
Caja final	30.376	33.453	10,1%	22.116	27.420	24,0%

El grupo continúa mostrando FFO creciente y positivo, con una cifra de €66,4m en 2025 (+15,4% interanual) favorecido por el aumento de negocio y su correspondiente efecto sobre el EBITDA. El CFO se situó en €78,4m (+31,9% interanual) al mostrar una variación positiva en la gestión del capital circulante.

El CFI se mantuvo similar al año anterior, situándose en -€48,6m. Se destaca que a partir del 2024, con la puesta en marcha de la planta de Economía circular Reviver, GAM redujo la inversión significativamente (CAPEX neto total de €50,6m en 2025 y de €53,6m en 2024 vs €117,4m en 2023), siendo el grueso destinado a inversiones en maquinaria para crecimiento. Además, el grupo no completó ninguna operación de M&A durante el 2024 y 2025, distinto al 2023 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).

El grupo redujo el déficit de FCF ajustado, situándose en -€9,3m (vs -€19,2m en 2024), siendo positivo sin el ajuste asociado a los pasivos correspondientes a arrendamientos. La posición de caja y equivalentes aumentó un 10,1%, situándose en €33,5m vs €30,4m en 2024.

En el primer semestre del 2026, la empresa mantuvo el déficit de FCF ajustado, siendo parcialmente cubierto por actividades de financiación, todo ello contribuyó a una disminución del saldo de efectivo y equivalentes (caja y equivalentes de €27,4m a 30 de junio 2026 vs €33,5m a cierre del 2025).

Se espera que la combinación de las características actuales de la flota de maquinaria, la planta de economía circular Reviver y la transformación del modelo de negocio hacia actividades menos intensivas en capital contribuya significativamente a reducir las necesidades anuales de CAPEX y, por ende, de financiación.

Capitalización

- **Autonomía financiera ajustada.**

El activo total del grupo se mantuvo estable en 2025, cerrando en €562,7m (+2,1% interanual), estando principalmente representado 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 continúa 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 31,6% a cierre 2025, similar al año anterior. A pesar de ello, el parque de maquinaria tiene un valor neto contable de €315,7m, registrado en inmovilizado material y activos por derecho de uso. Se estima que su valor de mercado es significativamente superior a su valor neto contable, representando un músculo financiero extra relevante ante escenarios de estrés.

A 30 de junio 2026, la empresa mantiene un nivel de capitalización bajo (PN/DFT Ajustada de 33,4%, +1,8pp vs diciembre-2025).

De cara a los próximos ejercicios, se estima que los niveles de autonomía financiera se mantendrán en umbrales considerados ajustados durante el periodo proyectado 2026-2028.

Liquidez

- **Buena liquidez y satisfactorio perfil de refinanciación.**

A diciembre del 2025, la empresa reportaba un saldo de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo de €106,1m. 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, en febrero del 2026, se renovó el programa de pagarés en el MARF, vinculado a la sostenibilidad, manteniendo el límite en €75m, con un saldo de €45,9m a 30 de junio 2026 vs €32m a cierre 2025). Esto, junto a la generación de CFO recurrente, el saldo de efectivo y equivalentes (€33,5m a cierre 2025), 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.
Garantía	Promesa de garantía real de primer rango. Se ha tenido acceso a una nota legal elaborada por una firma de reconocido prestigio, en la que se destacan los siguientes puntos:
	<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 anticipada, constitución de garantías reales sobre la financiación 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 este 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 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) 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, con el mismo rango de prelación que los derechos del resto de acreedores del emisor, presentes 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	El ratio de deuda financiera neta/EBITDA no podrá superar los siguientes límites: 2026: 3,75x; 2027-2030: 3,50x.
Interés	Fijo al 5,25%

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. Por último, se ha obtenido información relativa al margen de beneficio obtenido por GAM en la venta de maquinaria usada durante el 2025, situándose en 30% en promedio, lo que demuestra que el valor realizable es, por lo general, superior al VNC.

Todo ello ha resultado en una tasa de recuperación estimada 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, al considerarse el instrumento 'secured' a efectos del análisis de recuperabilidad.

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 €.				
	FY24	FY25	25vs24	1S26
Facturación	304.038	316.113	4,0%	156.121
EBITDA	80.691	87.039	7,9%	43.898
Margen EBITDA	26,5%	27,5%	1,0pp	28,1%
EBIT	25.223	28.477	12,9%	17.041
Margen EBIT	8,3%	9,0%	0,7pp	10,9%
EBT	2.677	8.539	219,0%	7.744
Total Activo	551.228	562.735	2,1%	573.068
Patrimonio Neto	107.204	111.485	4,0%	118.731
DFT Ajustada ¹	347.896	353.116	1,5%	355.822
DFN Ajustada ¹	317.520	319.663	0,7%	328.402
PN/DFT Ajustado	30,8%	31,6%	0,8pp	33,4%
DFN/EBITDA Ajustado	3,9x	3,7x	-0,2x	3,7x ²
FFO	57.516	66.391	15,4%	36.206
FFO/DFN Ajustado	18,1%	20,8%	2,7pp	20,2% ²
EBITDA/Intereses	3,8x	4,3x	0,5x	4,3x

¹ El endeudamiento neto calculado por la propia compañía asciende a €276,9m (2025) y €279,2m (2024) 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 de 3,2x y 3,5x, 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
Capitalización	B-
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BB+
Modificadores	No
Rating	BB+
Rating instrumento	BBB

Análisis Sensibilidad

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

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 25% y EBITDA/intereses por encima de 5x en promedio), junto con el incremento de la autonomía financiera ajustada (PN/DFT por encima del 40% en promedio) y/o la mejora del perfil ESG, podría ser indicativo de una mejora en la calificación. No obstante, desde EthiFinance Ratings se entiende como poco probable una subida de la calificación corporativa en el corto-medio plazo.

- 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 por encima de 4,0x, FFO/DFN por debajo del 15% y EBITDA/intereses por debajo de 4x en promedio), junto con el empeoramiento de la autonomía financiera ajustada (PN/DFT por debajo del 25% en promedio), 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 si se deteriora el rating corporativo. Además, cualquier cambio o deterioro de las garantías del instrumento podría justificar la aplicación de un *haircut* superior sobre el valor de las garantías y, en consecuencia, afectar negativamente al rating final 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 provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid