

En Madrid, a 25 de abril de 2023

A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES **Comunicación de Otra Información Relevante**

A los efectos previstos en los artículos 17 del Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014, sobre Abuso de Mercado y 226 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2023, de 17 de marzo, y demás disposiciones concordantes, SQUIRREL MEDIA, S.A. comunica la siguiente información:

Squirrel Media obtiene -en su primera calificación- un rating corporativo de Investment Grade (IG).

EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de "BBB-" con tendencia Estable a Grupo Squirrel Media.

Según EthiFinance Ratings: ---" *Squirrel Media presenta una adecuada estructura económico-financiera, destacando la evolución favorable de su negocio, resultados, generación de caja operativa y mantenimiento de un perfil financiero equilibrado*" ---

La compañía adjunta a los efectos, el informe de rating y resumen ejecutivo elaborado por EthiFinance Ratings (en su doble versión, castellano e inglés).

EthiFinance Ratings opera como una agencia de calificación crediticia registrada y regulada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) desde julio de 2013, y como una Institución Externa de Evaluación del Crédito (ECAI). Sus calificaciones son reconocidas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

Atentamente,

D. Francisco Roldán Santías
Secretario del Consejo de Administración de
Squirrel Media, S.A.



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 25/04/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de “BBB-” con tendencia Estable a Grupo Squirrel Media.
- La compañía presenta una adecuada estructura económico-financiera, destacando la evolución favorable de su negocio, resultados, generación de caja operativa y mantenimiento de un perfil financiero equilibrado. No obstante, se encuentra en una etapa de expansión, tanto a nivel orgánico como inorgánico, habiendo incrementado los niveles de apalancamiento en los últimos años, todo ello consecuencia de la política de inversión y operaciones M&A realizadas. En este sentido, una continuación y mayor avance en la consolidación de este crecimiento es importante para favorecer hacia una mejora de su posicionamiento y escala en el mercado (más limitado en relación a otros grandes *players*) así como la diversificación operativa y geográfica de sus ingresos.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media y Entretenimiento presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en un rating que no se ve impactado por estos factores.
- Aunque se han dispuesto y analizado unas proyecciones financieras completas (balance, cuenta de resultados y cash flow) para el periodo 2023-2024, estas no se reflejan en el informe a petición de la compañía.

Descripción

Squirrel Media es un grupo tecnológico situado dentro del sector Media y Entretenimiento que centra su actividad en cuatro áreas de negocio principales: i) **Publicidad**, contando con dos agencias principalmente que realizan, entre otras actividades, estrategias de marketing para grandes clientes así como publicidad en medios de comunicación, ii) **Contenidos**, con la producción y distribución de contenidos audiovisuales que son adquiridos también a las grandes productoras independientes para su posterior explotación en diferentes ventanas (Cines, DVD, VOD o TV), iii) **Medios de comunicación**, donde se destaca que tiene varios canales de televisión en abierto (tercer operador privado de TV en abierto en España) así como en plataformas de pago, y iv) **Tecnología (TMT)**, resaltando los servicios de *broadcasting*, retransmisión de eventos en directo, dos telepuertos y apoyo tecnológico al grupo. Desde 2020, con la integración que tuvo el grupo en Vértice 360° (fusión inversa por la que el control total quedó en mano de Squirrel), se está llevando a cabo un nuevo enfoque del modelo de negocio, desarrollando una estrategia de expansión que está favoreciendo hacia una actividad más diversificada operativa y geográficamente. El grupo contaba con una plantilla media de 177 empleados en 2022, habiendo alcanzado unas ventas y EBITDA de €80M y €13,5M respectivamente, con un ratio DFN/EBITDA en valores controlados de 2,4x (+1,1x respecto 2021). Durante 2022, la acción del grupo cayó un 36,2%, situando la capitalización bursátil en €210,1M a cierre del ejercicio.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector altamente competitivo que refleja unas perspectivas positivas de crecimiento para próximos años.** La industria de entretenimiento y media se caracteriza, en términos generales, por presentar unas barreras de entrada reducidas (destacamos el conocimiento necesario del mercado, así como la importancia de la reputación y marca de la empresa para una mayor escalabilidad del negocio) que llevan hacia un mercado atomizado y con fuerte competencia. Además, este sector suele presentar rentabilidades operativas positivas con una volatilidad más controlada ante periodos de estrés o crisis, estimándose tasas de crecimiento favorables para próximos años, que en el caso de España podría

alcanzar los €36.000M para 2026 (CAGR₂₂₋₂₆ del 5,1%).

Por otra parte, dado el papel e importancia que representa, destacamos el plan definido por el Gobierno de España para el periodo 2021-2025 con una inversión prevista que podría alcanzar los €1.600M y que se centraría en situar al país en el mayor Hub audiovisual de Europa, aspecto que también podría fortalecer e impulsar los ingresos de la industria.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media y Entretenimiento presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente.** Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, sin embargo, aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto. Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en stakeholders. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Grupo que está reforzando su posición en el mercado en los últimos años apoyado por su estrategia de expansión.** La compañía se encuentra inmersa en un proceso de crecimiento orgánico e inorgánico que está fortaleciendo su papel en el mercado e industria como un *player* de referencia, con un modelo de negocio con alta escalabilidad, multiproducto y multiterritorial. Destacamos, como adquisiciones más significativas en el último año, la incorporación en enero 2022 de Net TV y Veralia Distribución de Cine en las divisiones de ‘medios de comunicación’ y ‘contenidos’ respectivamente, así como la última anunciada en diciembre 2022 de Grupo Ganga también en el área de ‘contenidos’. Con la integración total y consolidación de estas nuevas compañías, Squirrel reforzará su escala en el mercado (más limitada por el momento) y obtendrá sinergias operativas que favorecerán su negocio.
- **Diversificación operativa y geográfica algo más limitada que está mejorando recientemente con la estrategia desarrollada.** Aunque el área de ‘publicidad’ continúa siendo la principal fuente generadora de ingresos de Squirrel (45,3% a cierre del 2022), las operaciones M&A realizadas están mejorando la diversificación operativa y geográfica del grupo, con un mayor peso alcanzado para el segmento de ‘medios de comunicación’ (34,9% del total ingresos en 2022) y un mayor crecimiento esperado para ‘contenidos’ tras la fuerte inversión que está realizando la compañía con la adquisición de nuevos estrenos para su explotación. Además, aunque a nivel geográfico, España e Italia se sitúan como los principales mercados del grupo, 59% y 29% respectivamente del total ingresos para el 1S2022 (últimos datos disponibles), una mayor diversificación por países tanto en Europa como LATAM es esperada dada la mayor cobertura que tendrán sus títulos o estrenos a nivel geográfico (hasta 2021 solo se mostraban en España y Andorra, desde 2023 se prevé un alcance superior a 30 países).

Por otra parte, cabe señalar que si bien la compañía continúa presentando una alta concentración de clientes a cierre del 1S2022 (top 5 y top 10 representan un 48,9% y 68,5% respectivamente), desde el impacto que tuvo el Covid-19 en su actividad, principalmente el área de ‘publicidad’, se está llevando a cabo una estrategia de diversificación del *portfolio* que tiene su reflejo ya en este primer semestre (el top 5 mejora +9,6pp la concentración respecto al cierre de 2021).

Gobierno corporativo

- **Accionariado concentrado con un equipo de gestión que cuenta con una amplia experiencia en el sector.** A cierre del primer semestre de 2022, Pablo Pereiro se sitúa como el principal accionista de Squirrel con el 91,97% de participación. A pesar de que la concentración en la toma de decisiones podría suponer un riesgo, destacamos la alta vinculación y carácter de permanencia a largo plazo del principal accionista. Además, aunque la capacidad financiera para apoyar al grupo por parte de este se valora de forma moderada, esto queda mitigado por la condición de Grupo Squirrel de empresa cotizada (pudiendo acudir a nuevas ampliaciones de capital al mercado, tal como sucedió en 2022). Así mismo, su principal accionista, consejo de administración y management del grupo destacan por la sólida experiencia reflejada (más de 15/20 años de media), siendo un aspecto importante para impulsar la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad. Además, consideramos que derivado de esta

política de expansión, un mayor refuerzo en la estructura del *management* podría ser necesario en el corto/medio plazo para una mejor consolidación del mismo. Adicionalmente, este crecimiento se está alcanzando bajo una política financiera conservadora, llevándose a cabo operaciones de M&A financiadas con fondos propios o un *mix* equitativo entre recursos propios y financieros (50%-50%).

- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Squirrel Media como neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver. No obstante, consideramos necesario un mayor recorrido y definición de políticas ESG por parte del grupo Squirrel Media, acorde al tamaño que está alcanzando, ya que la valoración otorgada en esta vertiente podría ajustarse ante la obligatoriedad de una mayor definición y transparencia a nivel de ESG.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Evolución creciente de la facturación y positivos márgenes generados con el negocio, impulsados por la nueva dimensión alcanzada por el grupo.** Squirrel está presentando una tendencia favorable para sus ingresos en los últimos ejercicios (€80M en 2022 con un CAGR₂₀₋₂₂ de 57,9%) junto a un incremento notable del EBITDA (€13,5M en 2022 con un CAGR₂₀₋₂₂ de 121,7%) que están siendo fortalecidos por la integración completa de todas las áreas de negocio de la compañía (fusión inversa realizada con Vértice 360° en 2020), así como por las nuevas adquisiciones corporativas que se están realizando. Aunque en el último año la evolución de sus ingresos en los segmentos de ‘publicidad’ y ‘contenidos’ continuó impactada por la incertidumbre generada por la pandemia y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (las empresas pospusieron sus inversiones de publicidad para la segunda parte de 2022 y sobre todo 2023), se destaca que aun así durante el año, la compañía ha mitigado este efecto por el crecimiento inorgánico alcanzado. Bajo este punto, se destaca por su mayor empuje en las cifras la incorporación de Net TV (adquirida con un empleado y sin externalizaciones) que impulsaron los márgenes operativos que se situaron en el 16,8% para 2022 (+6,2pp YoY). Así mismo, se está observando un avance sólido y adecuado en la generación de un EBT positivo en los últimos ejercicios que alcanzó los €10,8M en 2022 (+100,8% vs 2021).

Para 2023 y próximos ejercicios se estima por el grupo un mayor recorrido e incremento de ingresos, beneficios y márgenes, todo ello reforzado por el crecimiento previsto para sus cuatro líneas de negocio, donde se destaca el área de contenidos (con la inversión ya materializada años atrás).

- **Controlados niveles de apalancamiento.** Las cifras de endeudamiento de Squirrel se están incrementando en los últimos años, alcanzándose su pico máximo a cierre del 2022, con una cifra de €36,5M (+340,7% respecto al cierre de 2020). Todo ello obedece al plan de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando el grupo, llevándose a cabo operaciones M&A que o bien se realizan con fondos propios o a través de un *mix* equitativo entre capital propio y financiero. En cualquier caso, la compañía a pesar del incremento que ha tenido su ratio DFN/EBITDA situado en 2,4x (+1,8x respecto al cierre de 2020), mantiene valores considerados como controlados. Así, desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente su política y estructura financiera presentada, si bien será importante mantener la misma dado el crecimiento y/o nuevas oportunidades de M&A que puedan surgir. Adicionalmente, mantiene una elevada cobertura de intereses (16,8x), siendo reflejo de su más que adecuada capacidad para hacer frente a los intereses de la deuda con el rendimiento operativo generado. No obstante, el contexto actual de subida de tipos de interés, la disposición de una parte significativa de su deuda financiera en tipo variable así como el incremento de la misma, ha provocado un ajuste en este ratio de cobertura (-36x vs 2020) que deberá controlarse en próximos ejercicios.
- **Modelo de negocio generador de caja operativa.** La compañía está presentando una tendencia ascendente en los Funds From Operations (FFO) generados, que se situaron en €11,1M y siendo el CAGR₂₀₋₂₂ del 109,9%. Todo ello es motivado por el crecimiento orgánico e inorgánico que está alcanzando el grupo, y que sitúa los valores del ratio FFO/DFN en valores adecuados (34,7% para 2022). No obstante,

una reducción en los últimos años ha sido reflejada (-140,7pp vs 2020), siendo importante un mayor recorrido en los niveles de caja operativa generados por el grupo en próximos años que permitan hacer frente a los vencimientos exigentes que presenta el grupo en su deuda financiera (€13,5M y €15,4M para 2023 y 2024 respectivamente, que suponen el 87,2% del total obligaciones financieras).

Solvencia

- **Positiva solvencia apoyada en sus elevados niveles de capitalización.** Aunque el incremento de la deuda financiera está siendo proporcionalmente mayor al aumento del neto patrimonial del grupo, Squirrel mantiene valores sólidos y apropiados para la relación entre el PN y la DFT, ascendiendo a 145,3% (-184,6pp vs 2020). Así, la última ampliación de capital realizada en junio de 2022 por €10M junto a una política de autofinanciación (capitalización de los beneficios alcanzados y sin previsión de reparto de dividendos al igual que en los últimos años), conducen hacia una fuerte estructura patrimonial.
- **Significativo peso del inmovilizado intangible dentro de la compañía cuyo imprevisto deterioro pudiera penalizar su neto patrimonial.** El activo intangible del grupo formado principalmente por los derechos audiovisuales de los títulos adquiridos, así como los fondos de comercio derivados de las adquisiciones corporativas llevadas a cabo y que suponen un peso del 62% dentro del total inversión en 2022. Este aspecto, si bien no supone un hecho mitigante en su estructura en la actualidad, se considera que la existencia de potenciales deterioros que puedan surgir con la política de expansión llevada a cabo, podrían limitar sus cifras de fondos propios. En cualquier caso, esta situación se observa a nivel general en todo el sector de entretenimiento y media, con diversas operaciones de fusiones y adquisiciones, siendo un riesgo compartido.

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Squirrel Media y que requieran seguimiento.

Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** A cierre de 2022, el grupo presenta una favorable posición de *cash* (€4,6M) y una creciente generación de fondos operativos con la actividad (€11,1M) que están mejorando sus niveles de liquidez en los últimos años. Respecto a las principales obligaciones del grupo, dispone de unos exigentes compromisos financieros (principalmente vencimientos de préstamos bancarios, así como pagos aplazados por la compra de Net TV y Grupo BF principalmente) y menor *capex* de mantenimiento (centrado en el área de contenidos para la puesta a punto de los nuevos estrenos). En cualquier caso, la valoración del ratio de liquidez es positiva (rango 1x/2x).

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.** Squirrel concentra la mayor parte de su negocio en España e Italia (en torno al 88% de sus ingresos para 2021 y cierre del 1S2022), estando el resto repartido por otros países europeos y LATAM principalmente.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2020	2021	2022 ⁽¹⁾	22vs21
Facturación	32.088	69.698	80.005	14,8%
EBITDA	2.742	7.436	13.480	81,3%
Mg. EBITDA	8,5%	10,7%	16,8%	6,2pp
EBIT	1.581	5.507	11.470	108,3%
Mg. EBIT	4,9%	7,9%	14,3%	6,4pp
EBT	1.469	5.382	10.808	100,8%
Total Activo	55.161	64.275	117.016	82,1%
Patrimonio neto	27.292	30.476	52.974	73,8%
Deuda financiera total	8.274	12.687	36.467	187,4%
Deuda financiera neta	1.434	9.367	31.890	240,5%
PN/DFT	329,9%	240,2%	145,3%	-94,9pp
DFN/EBITDA	0,5x	1,3x	2,4x	1,1x
Funds From Operations	2.515	8.140	11.076	36,1%
FFO/DFN	175,4%	86,9%	34,7%	-52,2pp
EBITDA/Intereses	52,7x	33,0x	16,8x	-16,3x

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑).**

Mejora en ratios como DFN/EBITDA y FFO/DFN con valores menores que 2x y mayores del 40% respectivamente. Mejora o mantenimiento de las cifras actuales para los ratios cobertura de intereses y PN/DFT. Ampliar el calendario de vencimientos de la deuda financiera con unos compromisos más holgados en el tiempo (actualmente concentrados los pagos en 2023 y 2024). En general, cumplimiento de las proyecciones económico-financieras analizadas. Definición y mayor alcance de políticas ESG.

- **Factores negativos (↓).**

Incumplimiento significativo de las proyecciones económico-financieras analizadas con empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA (>3x), FFO/DFN (<30%), cobertura de intereses (<10x) y PN/DFT por debajo del 100%. Ausencia de políticas ESG más amplias y con mayor alcance por parte del grupo. Empeoramiento de los niveles de liquidez con mayores obligaciones de pago (deuda y capex) en relación a la caja operativa y cash disponible (<1x).

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 25/04/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Contenido

1. Perfil de la empresa	6
1.1 Actividad y ámbito de actuación	6
1.2 Estructura empresarial.....	7
2. Análisis cualitativo.....	8
2.1 Sector y posicionamiento competitivo	8
2.2 Accionariado, gestión y política financiera ..	11
3. Análisis cuantitativo	13
3.1 Resultados y rentabilidad.....	13
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	14
3.3 Generación de caja y posición de liquidez....	15
4. Credit Rating.....	17

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de “BBB-” con tendencia Estable a Grupo Squirrel Media.
- La compañía presenta una adecuada estructura económico-financiera, destacando la evolución favorable de su negocio, resultados, generación de caja operativa y mantenimiento de un perfil financiero equilibrado. No obstante, se encuentra en una etapa de expansión, tanto a nivel orgánico como inorgánico, habiendo incrementado los niveles de apalancamiento en los últimos años, todo ello consecuencia de la política de inversión y operaciones M&A realizadas. En este sentido, una continuación y mayor avance en la consolidación de este crecimiento es importante para favorecer hacia una mejora de su posicionamiento y escala en el mercado (más limitado en relación a otros grandes *players*) así como la diversificación operativa y geográfica de sus ingresos.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media y Entretenimiento presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en un rating que no se ve impactado por estos factores.
- Aunque se han dispuesto y analizado unas proyecciones financieras completas (balance, cuenta de resultados y cash flow) para el periodo 2023-2024, estas no se reflejan en el informe a petición de la compañía.

Descripción

Squirrel Media es un grupo tecnológico situado dentro del sector Media y Entretenimiento que centra su actividad en cuatro áreas de negocio principales: **i) Publicidad**, contando con dos agencias principalmente que realizan, entre otras actividades, estrategias de marketing para grandes clientes así como publicidad en medios de comunicación, **ii) Contenidos**, con la producción y distribución de contenidos audiovisuales que son adquiridos también a las grandes productoras independientes para su posterior explotación en diferentes ventanas (Cines, DVD, VOD o TV), **iii) Medios de comunicación**, donde se destaca que tiene varios canales de televisión en abierto (tercer operador privado de TV en abierto en España) así como en plataformas de pago, y **iv) Tecnología (TMT)**, resaltando los servicios de *broadcasting*, retransmisión de eventos en directo, dos telepuertos y apoyo tecnológico al grupo. Desde 2020, con la integración que tuvo el grupo en Vértice 360° (fusión inversa por la que el control total quedó en mano de Squirrel), se está llevando a cabo un nuevo enfoque del modelo de negocio, desarrollando una estrategia de expansión que está favoreciendo hacia una actividad más diversificada operativa y geográficamente. El grupo contaba con una plantilla media de 177 empleados en 2022, habiendo alcanzado unas ventas y EBITDA de €80M y €13,5M respectivamente, con un ratio DFN/EBITDA en valores controlados de 2,4x (+1,1x respecto 2021). Durante 2022, la acción del grupo cayó un 36,2%, situando la capitalización bursátil en €210,1M a cierre del ejercicio.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector altamente competitivo que refleja unas perspectivas positivas de crecimiento para próximos años.** La industria de entretenimiento y media se caracteriza, en términos generales, por presentar unas barreras de entrada reducidas (destacamos el conocimiento necesario del mercado, así como la importancia de la reputación y marca de la empresa para una mayor escalabilidad del negocio) que llevan hacia un mercado atomizado y con fuerte competencia. Además, este sector suele presentar rentabilidades operativas positivas con una volatilidad más controlada ante periodos de estrés o crisis, estimándose tasas de crecimiento favorables para próximos años, que en el caso de España podría

alcanzar los €36.000M para 2026 (CAGR₂₂₋₂₆ del 5,1%).

Por otra parte, dado el papel e importancia que representa, destacamos el plan definido por el Gobierno de España para el periodo 2021-2025 con una inversión prevista que podría alcanzar los €1.600M y que se centraría en situar al país en el mayor Hub audiovisual de Europa, aspecto que también podría fortalecer e impulsar los ingresos de la industria.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media y Entretenimiento presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente.** Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, sin embargo, aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto. Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en stakeholders. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Grupo que está reforzando su posición en el mercado en los últimos años apoyado por su estrategia de expansión.** La compañía se encuentra inmersa en un proceso de crecimiento orgánico e inorgánico que está fortaleciendo su papel en el mercado e industria como un *player* de referencia, con un modelo de negocio con alta escalabilidad, multiproducto y multiterritorial. Destacamos, como adquisiciones más significativas en el último año, la incorporación en enero 2022 de Net TV y Veralia Distribución de Cine en las divisiones de ‘medios de comunicación’ y ‘contenidos’ respectivamente, así como la última anunciada en diciembre 2022 de Grupo Ganga también en el área de ‘contenidos’. Con la integración total y consolidación de estas nuevas compañías, Squirrel reforzará su escala en el mercado (más limitada por el momento) y obtendrá sinergias operativas que favorecerán su negocio.
- **Diversificación operativa y geográfica algo más limitada que está mejorando recientemente con la estrategia desarrollada.** Aunque el área de ‘publicidad’ continúa siendo la principal fuente generadora de ingresos de Squirrel (45,3% a cierre del 2022), las operaciones M&A realizadas están mejorando la diversificación operativa y geográfica del grupo, con un mayor peso alcanzado para el segmento de ‘medios de comunicación’ (34,9% del total ingresos en 2022) y un mayor crecimiento esperado para ‘contenidos’ tras la fuerte inversión que está realizando la compañía con la adquisición de nuevos estrenos para su explotación. Además, aunque a nivel geográfico, España e Italia se sitúan como los principales mercados del grupo, 59% y 29% respectivamente del total ingresos para el 1S2022 (últimos datos disponibles), una mayor diversificación por países tanto en Europa como LATAM es esperada dada la mayor cobertura que tendrán sus títulos o estrenos a nivel geográfico (hasta 2021 solo se mostraban en España y Andorra, desde 2023 se prevé un alcance superior a 30 países).

Por otra parte, cabe señalar que si bien la compañía continúa presentando una alta concentración de clientes a cierre del 1S2022 (top 5 y top 10 representan un 48,9% y 68,5% respectivamente), desde el impacto que tuvo el Covid-19 en su actividad, principalmente el área de ‘publicidad’, se está llevando a cabo una estrategia de diversificación del *portfolio* que tiene su reflejo ya en este primer semestre (el top 5 mejora +9,6pp la concentración respecto al cierre de 2021).

Gobierno corporativo

- **Accionariado concentrado con un equipo de gestión que cuenta con una amplia experiencia en el sector.** A cierre del primer semestre de 2022, Pablo Pereiro se sitúa como el principal accionista de Squirrel con el 91,97% de participación. A pesar de que la concentración en la toma de decisiones podría suponer un riesgo, destacamos la alta vinculación y carácter de permanencia a largo plazo del principal accionista. Además, aunque la capacidad financiera para apoyar al grupo por parte de este se valora de forma moderada, esto queda mitigado por la condición de Grupo Squirrel de empresa cotizada (pudiendo acudir a nuevas ampliaciones de capital al mercado, tal como sucedió en 2022). Así mismo, su principal accionista, consejo de administración y management del grupo destacan por la sólida experiencia reflejada (más de 15/20 años de media), siendo un aspecto importante para impulsar la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad. Además, consideramos que derivado de esta

política de expansión, un mayor refuerzo en la estructura del *management* podría ser necesario en el corto/medio plazo para una mejor consolidación del mismo. Adicionalmente, este crecimiento se está alcanzando bajo una política financiera conservadora, llevándose a cabo operaciones de M&A financiadas con fondos propios o un *mix* equitativo entre recursos propios y financieros (50%-50%).

- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Squirrel Media como neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver. No obstante, consideramos necesario un mayor recorrido y definición de políticas ESG por parte del grupo Squirrel Media, acorde al tamaño que está alcanzando, ya que la valoración otorgada en esta vertiente podría ajustarse ante la obligatoriedad de una mayor definición y transparencia a nivel de ESG.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Evolución creciente de la facturación y positivos márgenes generados con el negocio, impulsados por la nueva dimensión alcanzada por el grupo.** Squirrel está presentando una tendencia favorable para sus ingresos en los últimos ejercicios (€80M en 2022 con un CAGR₂₀₋₂₂ de 57,9%) junto a un incremento notable del EBITDA (€13,5M en 2022 con un CAGR₂₀₋₂₂ de 121,7%) que están siendo fortalecidos por la integración completa de todas las áreas de negocio de la compañía (fusión inversa realizada con Vértice 360° en 2020), así como por las nuevas adquisiciones corporativas que se están realizando. Aunque en el último año la evolución de sus ingresos en los segmentos de ‘publicidad’ y ‘contenidos’ continuó impactada por la incertidumbre generada por la pandemia y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (las empresas pospusieron sus inversiones de publicidad para la segunda parte de 2022 y sobre todo 2023), se destaca que aun así durante el año, la compañía ha mitigado este efecto por el crecimiento inorgánico alcanzado. Bajo este punto, se destaca por su mayor empuje en las cifras la incorporación de Net TV (adquirida con un empleado y sin externalizaciones) que impulsaron los márgenes operativos que se situaron en el 16,8% para 2022 (+6,2pp YoY). Así mismo, se está observando un avance sólido y adecuado en la generación de un EBT positivo en los últimos ejercicios que alcanzó los €10,8M en 2022 (+100,8% vs 2021).

Para 2023 y próximos ejercicios se estima por el grupo un mayor recorrido e incremento de ingresos, beneficios y márgenes, todo ello reforzado por el crecimiento previsto para sus cuatro líneas de negocio, donde se destaca el área de contenidos (con la inversión ya materializada años atrás).

- **Controlados niveles de apalancamiento.** Las cifras de endeudamiento de Squirrel se están incrementando en los últimos años, alcanzándose su pico máximo a cierre del 2022, con una cifra de €36,5M (+340,7% respecto al cierre de 2020). Todo ello obedece al plan de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando el grupo, llevándose a cabo operaciones M&A que o bien se realizan con fondos propios o a través de un *mix* equitativo entre capital propio y financiero. En cualquier caso, la compañía a pesar del incremento que ha tenido su ratio DFN/EBITDA situado en 2,4x (+1,8x respecto al cierre de 2020), mantiene valores considerados como controlados. Así, desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente su política y estructura financiera presentada, si bien será importante mantener la misma dado el crecimiento y/o nuevas oportunidades de M&A que puedan surgir. Adicionalmente, mantiene una elevada cobertura de intereses (16,8x), siendo reflejo de su más que adecuada capacidad para hacer frente a los intereses de la deuda con el rendimiento operativo generado. No obstante, el contexto actual de subida de tipos de interés, la disposición de una parte significativa de su deuda financiera en tipo variable así como el incremento de la misma, ha provocado un ajuste en este ratio de cobertura (-36x vs 2020) que deberá controlarse en próximos ejercicios.
- **Modelo de negocio generador de caja operativa.** La compañía está presentando una tendencia ascendente en los Funds From Operations (FFO) generados, que se situaron en €11,1M y siendo el CAGR₂₀₋₂₂ del 109,9%. Todo ello es motivado por el crecimiento orgánico e inorgánico que está alcanzando el grupo, y que sitúa los valores del ratio FFO/DFN en valores adecuados (34,7% para 2022). No obstante,

una reducción en los últimos años ha sido reflejada (-140,7pp vs 2020), siendo importante un mayor recorrido en los niveles de caja operativa generados por el grupo en próximos años que permitan hacer frente a los vencimientos exigidos que presenta el grupo en su deuda financiera (€13,5M y €15,4M para 2023 y 2024 respectivamente, que suponen el 87,2% del total obligaciones financieras).

Solvencia

- **Positiva solvencia apoyada en sus elevados niveles de capitalización.** Aunque el incremento de la deuda financiera está siendo proporcionalmente mayor al aumento del neto patrimonial del grupo, Squirrel mantiene valores sólidos y apropiados para la relación entre el PN y la DFT, ascendiendo a 145,3% (-184,6pp vs 2020). Así, la última ampliación de capital realizada en junio de 2022 por €10M junto a una política de autofinanciación (capitalización de los beneficios alcanzados y sin previsión de reparto de dividendos al igual que en los últimos años), conducen hacia una fuerte estructura patrimonial.
- **Significativo peso del inmovilizado intangible dentro de la compañía cuyo imprevisto deterioro pudiera penalizar su neto patrimonial.** El activo intangible del grupo formado principalmente por los derechos audiovisuales de los títulos adquiridos, así como los fondos de comercio derivados de las adquisiciones corporativas llevadas a cabo y que suponen un peso del 62% dentro del total inversión en 2022. Este aspecto, si bien no supone un hecho mitigante en su estructura en la actualidad, se considera que la existencia de potenciales deterioros que puedan surgir con la política de expansión llevada a cabo, podrían limitar sus cifras de fondos propios. En cualquier caso, esta situación se observa a nivel general en todo el sector de entretenimiento y media, con diversas operaciones de fusiones y adquisiciones, siendo un riesgo compartido.

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Squirrel Media y que requieran seguimiento.

Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** A cierre de 2022, el grupo presenta una favorable posición de *cash* (€4,6M) y una creciente generación de fondos operativos con la actividad (€11,1M) que están mejorando sus niveles de liquidez en los últimos años. Respecto a las principales obligaciones del grupo, dispone de unos exigentes compromisos financieros (principalmente vencimientos de préstamos bancarios, así como pagos aplazados por la compra de Net TV y Grupo BF principalmente) y menor *capex* de mantenimiento (centrado en el área de contenidos para la puesta a punto de los nuevos estrenos). En cualquier caso, la valoración del ratio de liquidez es positiva (rango 1x/2x).

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.** Squirrel concentra la mayor parte de su negocio en España e Italia (en torno al 88% de sus ingresos para 2021 y cierre del 1S2022), estando el resto repartido por otros países europeos y LATAM principalmente.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2020	2021	2022 ⁽¹⁾	22vs21
Facturación	32.088	69.698	80.005	14,8%
EBITDA	2.742	7.436	13.480	81,3%
Mg. EBITDA	8,5%	10,7%	16,8%	6,2pp
EBIT	1.581	5.507	11.470	108,3%
Mg. EBIT	4,9%	7,9%	14,3%	6,4pp
EBT	1.469	5.382	10.808	100,8%
Total Activo	55.161	64.275	117.016	82,1%
Patrimonio neto	27.292	30.476	52.974	73,8%
Deuda financiera total	8.274	12.687	36.467	187,4%
Deuda financiera neta	1.434	9.367	31.890	240,5%
PN/DFT	329,9%	240,2%	145,3%	-94,9pp
DFN/EBITDA	0,5x	1,3x	2,4x	1,1x
Funds From Operations	2.515	8.140	11.076	36,1%
FFO/DFN	175,4%	86,9%	34,7%	-52,2pp
EBITDA/Intereses	52,7x	33,0x	16,8x	-16,3x

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑).**

Mejora en ratios como DFN/EBITDA y FFO/DFN con valores menores que 2x y mayores del 40% respectivamente. Mejora o mantenimiento de las cifras actuales para los ratios cobertura de intereses y PN/DFT. Ampliar el calendario de vencimientos de la deuda financiera con unos compromisos más holgados en el tiempo (actualmente concentrados los pagos en 2023 y 2024). En general, cumplimiento de las proyecciones económico-financieras analizadas. Definición y mayor alcance de políticas ESG.

- **Factores negativos (↓).**

Incumplimiento significativo de las proyecciones económico-financieras analizadas con empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA (>3x), FFO/DFN (<30%), cobertura de intereses (<10x) y PN/DFT por debajo del 100%. Ausencia de políticas ESG más amplias y con mayor alcance por parte del grupo. Empeoramiento de los niveles de liquidez con mayores obligaciones de pago (deuda y capex) en relación a la caja operativa y cash disponible (<1x).

1. Perfil de la empresa

1.1 Actividad y ámbito de actuación

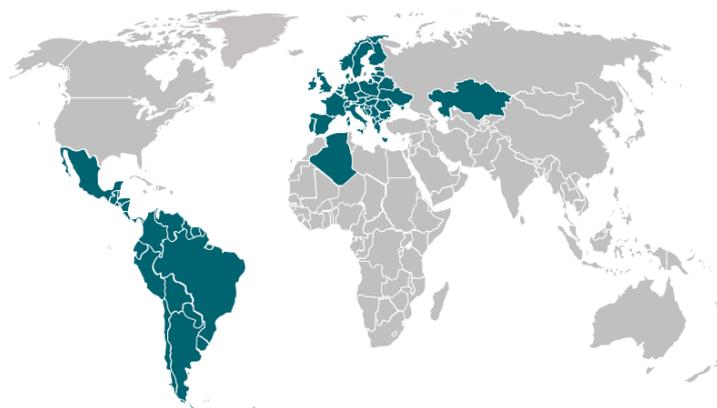
Squirrel Media es un grupo tecnológico que está enmarcado dentro del sector media y entretenimiento. Se caracteriza por ser una compañía independiente de comunicación que surgió en 2012 mediante la creación de BOM (Best Option Media), siendo esta la agencia de publicidad que da origen al grupo. Posteriormente en 2020, por su impacto en su estructura y actividad, destacamos la integración que se realizó entre Vértice 360° y Squirrel (fusión inversa con el que era su principal accionista), por la que Squirrel diversificó sus líneas de negocio disponiendo en la actualidad de cuatro segmentos de actividad directamente relacionados entre sí:

- **Publicidad.** Se sitúa como la principal área generadora de ingresos para la compañía. Este segmento podría dividirse a su vez en dos actividades conectadas entre sí y lideradas por dos filiales del grupo: i) Best Option Media (BOM), agencia de publicidad que realiza el proceso de estrategia de marketing, consultoría y diseño de campañas para clientes internacionales a nivel global, señalando por su *portfolio* los que se encuentran o tienen potencial para llevar a cabo una fase de expansión (tanto en medios offline como online), y ii) Squirrel Global Media, agencia de compra internacional publicitaria que complementa la anterior actividad de la agencia de publicidad con la gestión y promoción en medios de comunicación (canales de TV a nivel nacional e internacional, radios o circuitos de publicidad DOOH entre otros).
- **Contenidos.** Se centra en la producción y distribución de contenidos audiovisuales mediante el previo desarrollo o adquisición de los derechos audiovisuales a los *big players* o productoras independientes para su posterior explotación y monetización en cines, plataformas bajo demanda o TV de pago y en abierto entre otros canales. La ventana de explotación de estos derechos abarca generalmente entre 15 y 25 años de media, generándose normalmente unas recurrentes y positivas tasas de rentabilidad para los títulos adquiridos y distribuidos, estando correlacionadas estas con el mayor o menor éxito del mismo.
- **Medios de comunicación.** Dispone de varios canales en abierto, concretamente 4 (BOM Cine, BOM Channel, y las licencias de Paramount y Disney Channel) que lo sitúan como el tercer operador privado de TV en abierto en España, así como plataformas globales de pago con canales como Nautical Channel, Horse TV y Cine Moda. Además, cuenta con emisora de radio, el servicio de contenidos publicitarios de las pantallas expuestas al público de Telefónica (acuerdo alcanzado en marzo 2021 para gestionar proyectos basados en publicidad *Digital Out Of Home*) y es licenciataria de cinco licencias autonómicas televisivas de TDT en abierto (Madrid, Andalucía, Valencia, Galicia y Murcia).
- **Tecnología (TMT).** Ofrece servicios de *broadcasting*, retransmisión de eventos en directo (con flota de unidades móviles de producción y transmisión), telepuertos, audiovisuales, consultoría y, además, es una unidad de soporte tecnológico para el grupo. Tiene dos telepuertos situados en Milán y Roma, así como un *Hub* en Madrid. La compañía principal de esta unidad de negocio es M-Three Satcom (creada en 2004 e incorporada al grupo en 2019).

Track-record Grupo Squirrel Media



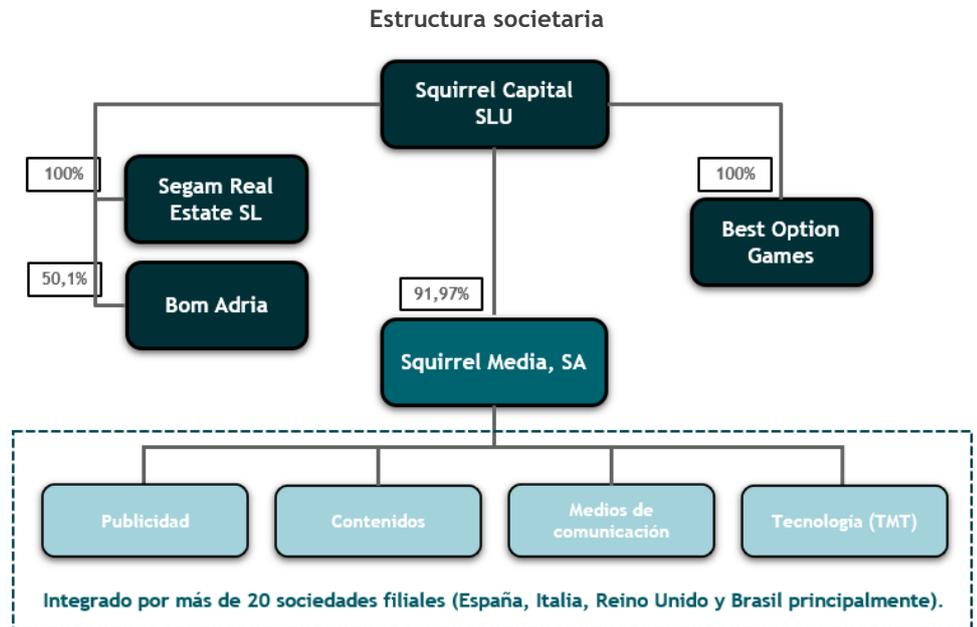
Presencia operativa del grupo últimos años



1.2 Estructura empresarial

La estructura del grupo ha presentado cambios significativos en los últimos años. Así, tras los problemas económico-financieros que presentó la anterior propiedad, Vértice 360°, que le llevaron a presentar precurso de acreedores a finales de 2013 para terminar entrando en concurso de acreedores en abril de 2014, se llevó a cabo un proceso de reestructuración para el grupo. Dicho proceso tuvo su mayor reflejo a nivel societario en la ampliación de capital no dineraria acordada en julio de 2020 y, mediante la cual, se realizó una fusión inversa donde Squirrel Capital integró en el grupo (a través de la cotizada Vértice 360°) sus áreas de publicidad, *e-commerce*, radio, televisión y otros servicios que fueron valorados por el mismo importe de la citada ampliación (€220,5M). De esta manera, el grupo pasó a estar controlado por Squirrel con el respectivo cambio de denominación social (septiembre 2021).

Dentro del grupo Squirrel Media se diferencian más de 20 sociedades filiales que están enmarcadas según su actividad bajo las cuatro líneas de negocio presentadas.



2. Análisis cualitativo

2.1 Sector y posicionamiento competitivo

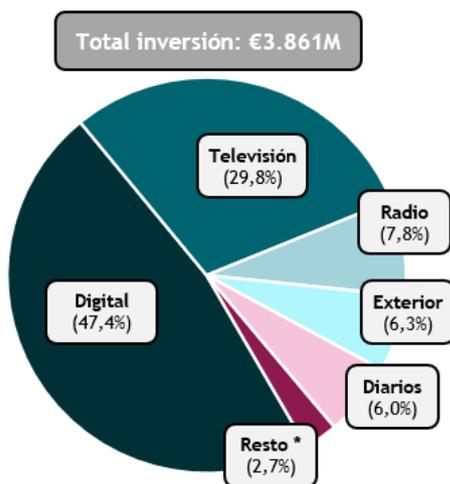
Grupo Squirrel Media se encuentra enmarcado dentro del sector de entretenimiento y medios. Esta industria se caracteriza entre otros factores por: i) ser altamente competitiva, con un gran número de *players* en un mercado muy atomizado y donde las barreras de entrada son reducidas (destacamos, dentro de estas, el know-how así como el reconocimiento y reputación necesaria para impulsar hacia una mayor consolidación la actividad), ii) en términos generales, tras previo análisis y estudio de la industria, se reflejan unos positivos y adecuados niveles de rentabilidad operativa con una volatilidad (ante periodos de crisis y de mayor estrés) controlada y sin una excesiva afectación en sus niveles de rendimiento, iii) unas perspectivas positivas de crecimiento para próximos años, estimándose un CAGR₂₂₋₂₆ del 5,1% y 4,6% en España y a nivel mundial respectivamente, y iv) favorable y positiva valoración del sector a nivel ESG (*Environmental, Social and Governance*) ya que por la actividad desarrollada el impacto es nulo o muy reducido a nivel de factores medioambientales, si bien se considera una mayor responsabilidad de este con el público al que se dirige (sociedad), la calidad de la información u otras cuestiones éticas.

En España, se prevé una inversión en este sector que se cifra en los €1.603M para el periodo 2021-2025, todo ello definido en el plan del Gobierno de convertir al país en el mayor *Hub* Audiovisual de Europa, con un mayor esfuerzo en el fomento y digitalización de las actividades audiovisuales. Por el momento, derivado de este plan, destacamos la nueva regulación surgida para el mercado audiovisual, la Ley General de la Comunicación Audiovisual (LGCA) aprobada en julio de 2022 (deroga a la anterior ley de 2010) y que regulará nuevos agentes y servicios de comunicación audiovisual, reforzará la protección de los usuarios (principalmente menores de edad) o una mayor extensión de las obligaciones de promoción de la obra audiovisual europea, entre otros aspectos.

En cuanto a la evolución del sector a nivel mundial, tras la caída que experimentó por el impacto del Covid-19 (los ingresos se redujeron en torno al 2,3% en 2020), se recuperó la tendencia de crecimiento en 2021 (+10,4% YoY), estimando continuarla durante 2022 en un 7,3%. La trayectoria seguida en España ha sido similar, donde se proyecta que los ingresos podrían situarse en torno a los €34.000M en 2026 (crecimiento compuesto anual del 5,1%).

A nivel de inversión de publicidad en España, tras la caída del 17,9% que se mostró en 2020 por la aparición de la pandemia, para 2021 se ha presentado una relativa recuperación con un crecimiento del 7,8%. Durante los nueve primeros meses de 2022, la inversión continúa creciendo a tasas más moderadas del 2,8%. En función del medio, resaltamos al 'Digital' con el mayor peso (47,4%, €1.831M) y un aumento del 6% en estos tres primeros trimestres de 2022. Además, el segmento de 'Televisión' ha ocupado la segunda posición en gasto publicitario (29,8%, €1.149M), con una caída del 6,6%. El resto de los medios han mostrado tasas positivas de crecimiento, destacando el 'Cine' que, si bien por su importe en términos absolutos no es tan relevante, sí lo es a nivel relativo con un aumento del 145%.

Distribución inversión publicitaria España, 9M2022.



* Se incluye inversión publicitaria en cines y revistas entre otros medios.

Fuente: Infoadex.

“Sector de entretenimiento y media que presenta unas reducidas barreras de entrada en general, alta competencia, positivos niveles de rentabilidad y favorables perspectivas de crecimiento para próximos años.”

Proyección ingresos por segmentos en España. Millones de €.

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	CAGR ₂₁₋₂₆
Publicidad TV	2.049	1.667	1.862	1.784	1.792	1.797	1.799	1.800	-0,7%
Publicidad internet	3.151	2.936	3.928	4.274	4.575	4.835	5.041	5.214	5,8%
Publicidad exterior	386	231	306	361	391	399	403	404	5,7%
Vídeo OTT *	310	507	675	771	866	945	1.006	1.068	9,6%
Cine	651	182	269	537	646	680	711	742	22,5%

* Incluye 'Subscription Video on Demand' y 'Transactional Video on Demand'. Fuente: Entertainment and Media Outlook 2022-2026 España, PwC.

Tras el impacto que presentaron en 2020 en líneas generales los principales segmentos del sector anteriormente analizados, se estima una demanda creciente para todos los grupos, excepto la publicidad en televisión, con una tendencia plana y donde, a priori, será complejo recuperar los niveles de ingresos previos al Covid-19. Por el lado contrario, se destaca el acentuado incremento de los ingresos para 'Vídeo OTT' liderados por el auge y expansión que tuvieron en número de suscriptores las plataformas de *streaming* (Netflix, HBO, Disney+, Amazon Prime, etc.), reflejándose un CAGR estimado del 19,3% para el periodo 2019-2026. La positiva evolución de este segmento durante la pandemia ha impulsado hacia una mayor inversión en contenidos propios por parte de estas plataformas,

“Posicionamiento de mercado del grupo que está siendo reforzado en los últimos años en sus diferentes áreas bajo una estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico.”

si bien en la actualidad existe cierta incertidumbre sobre la posibilidad de que no existan las suficientes suscripciones e ingresos para sostener el *capex* acometido.

Derivado de la importancia que tiene en el sector la obtención de una mayor escalabilidad y crecimiento de la actividad así como la fuerte competencia existente, la industria experimentó en 2021 importantes transacciones de M&A que están tendiendo hacia una mayor concentración de la misma (en total se hicieron operaciones por \$142.000M), destacando la adquisición del estudio cinematográfico MGM por parte de Amazon o la fusión de Warner Media con Discovery de la que precisamente en agosto de 2022 se anunció la posterior fusión de HBO Max y Discovery+ en una única plataforma (estará operativa a mitad de 2023).

Desde EthiFinance consideramos en términos generales que la evolución del sector será, a priori, positiva para próximos años y estará condicionada por factores como la mayor digitalización, la adaptación a los cambios en los gustos de los consumidores, así como nuevas operaciones de M&A como estrategia de transformación y mayor competencia en el mercado.

Aunque Grupo Squirrel Media dispone de una escala algo más limitada en el sector en cuanto a ingresos a nivel global, está presentando una mejora de su posicionamiento competitivo en los últimos años en los mercados donde opera, derivado de la estrategia de expansión que está realizando en la actualidad. De esta manera, y diferenciando los cuatro segmentos operativos que presenta el grupo, destacamos:

Distribución geográfica y operativa de la facturación (2021). Miles de €.

Mercado / Segmento	Publicidad		Contenidos		Medios de comunicación		TMT	
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso
España	27.622	52,9%	4.671	80,4%	2.004	65,6%	2.158	25,2%
Europa	20.445	39,1%	1.131	19,5%	1.052	34,4%	6.421	74,8%
Resto *	4.189	8,0%	5	0,1%	-	-	-	-
Total	52.255	100,0%	5.807	100,0%	3.056	100,0%	8.579	100,0%

* Se incluyen países como México, Brasil, Reino Unido, Colombia o Chile entre otros.

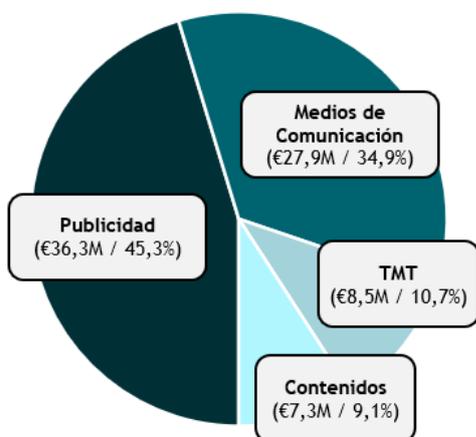
- **Publicidad.** A pesar de la bajada que experimentó la actividad en esta línea por el impacto del Covid-19 (algunos sectores estuvieron más condicionados como el de viajes) y el conflicto bélico de Rusia y Ucrania (se ha pospuesto la inversión en publicidad por grandes compañías en la primera mitad de 2022), esta línea continúa siendo la principal fuente generadora de ingresos de Squirrel (75% en 2021 y 45,3% durante 2022). Presenta un buen posicionamiento en el mercado y con una positiva reputación que se sitúa como el principal *driver* de captación de nuevos clientes, más enfocados en el segmento digital.

En relación a la distribución del negocio a nivel geográfico, si bien España se sitúa como el principal mercado (52,9% del total ingresos de este segmento), también destaca la contribución de Europa (liderada por Italia) así como otros países (México, Brasil, Reino Unido, etc.).

- **Contenidos.** Si bien hasta 2021, la producción y compra para distribución de contenidos (películas principalmente) estaba dirigida a España y Andorra, el grupo se encuentra realizando un fuerte proceso de expansión dirigiéndose a Italia, Portugal y Latam (abarcando ya hasta 33 países de lengua hispana, portuguesa e italiana), todo ello mediante la creación de nuevas compañías, *joint venture* o incluso mediante operaciones M&A donde destacamos por su importancia desde finales de 2021 hasta la actualidad:

- Adquisición de Tactic Sports & Entertainment (75% en noviembre 2021), situada como una productora audiovisual española especializada en contenidos deportivos y líder en el sector náutico.
- Adquisición de Veralia Distribución de Cine (100% en enero 2022), con el que amplía su presencia en la generación y distribución de contenidos por el catálogo cinematográfico incorporado con esta compañía (España, Portugal, Italia y LATAM principalmente).
- Adquisición de BF Distribution (51% en abril 2022, habiendo llevado a cabo el cierre definitivo de la operación en marzo 2023), considerado el principal grupo de

Diversificación operativa (2022)



“Modelo de negocio recurrente y escalable que está tendiendo hacia una mayor diversificación en los últimos años, aspecto importante para favorecer hacia una mayor estabilidad de la actividad.”

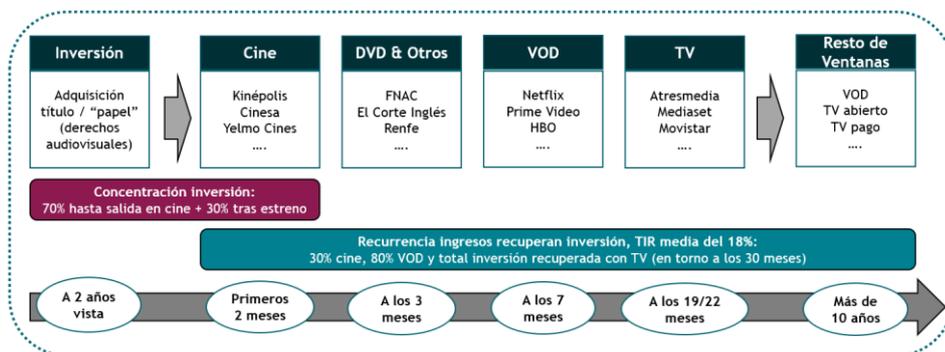
distribución cinematográfica en LATAM (con más de 1.200 títulos estrenados) y con presencia en Estados Unidos.

- Adquisición de Comercial de Contenidos Audiovisuales 2007 (100% en octubre 2022), centrada en la creación, producción y distribución en España y en el exterior de contenidos audiovisuales.
- Adquisición de Grupo Ganga (51% en diciembre de 2022 aunque pendiente del cierre definitivo de la operación durante la primera mitad de 2023) productora audiovisual española que cuenta con un amplio catálogo de contenidos y con diferentes formatos como ficción, entretenimiento, documentales o publicidad.

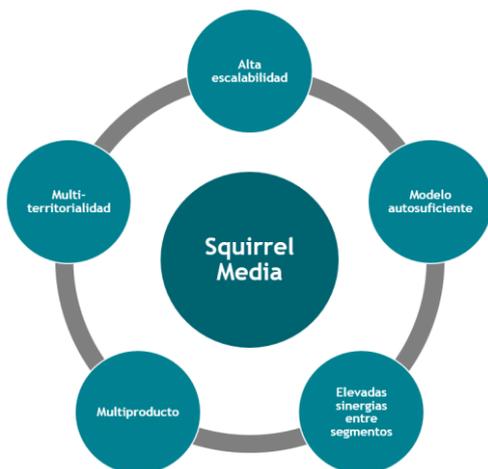
Por tanto, Squirrel Media está realizando una fuerte apuesta por incrementar su actividad en esta área, con películas *premium* o *blockbuster* principalmente, siendo un *player* de referencia en el mercado y manteniendo una sólida posición estratégica como compañía distribuidora de contenido de los principales productores internacionales (Millenium, Lionsgate, FilmNation, Columbia Pictures, Warner Bros., etc.) hacia todas las ventanas de explotación como las plataformas VOD (Prime video, Netflix, Disney+, HBO Max, etc.). Esto es valorado positivamente por parte de EthiFinance, ya que el grupo mantiene una alta reputación y confianza con estos importantes *players* del sector, considerándose una importante barrera de entrada en el mercado, aspecto que reflejaría también estabilidad y una mayor posibilidad de escalabilidad en su actividad conforme vayan alcanzando nuevos acuerdos de adquisición de contenidos en países donde operan e incluso nuevos mercados (aprovechando el favorable *track-record* que están adquiriendo).

Por otra parte, conviene detallar el esquema general de un modelo de distribución de contenidos, ya que si bien la inversión se concentra en el momento inicial con la adquisición de los derechos audiovisuales del propio contenido, posteriormente se monetiza todo este *capex* en diferentes ventanas que abarcan desde el estreno en cines (lleva intrínsecos el resto de costes de promoción y publicidad de las películas) como los ingresos obtenidos por otros medios como DVD, VOD o TV, permitiendo obtener unas tasas de rentabilidad positivas y elevadas que irán ligadas al éxito y demanda que alcance el título estrenado y explotado.

Modelo distribución de contenidos



Características modelo negocio



Este segmento se sitúa con un peso del 9,1% de los ingresos generados a cierre de 2022, estimándose un mayor crecimiento desde 2023 por la fuerte inversión que está realizando Squirrel en nuevos contenidos (tendrá su mayor impacto desde el año actual en adelante). En este sentido, durante 2022 se han realizado 8 estrenos técnicos en salas españolas, teniendo la compañía otros 44 estrenos comprometidos para el periodo 2023-2025 (adquiriendo los derechos de explotación no solo para España sino también para Italia, Portugal, Andorra y todos los países de Latinoamérica).

- **Medios de Comunicación.** Segmento que también está experimentando una etapa de expansión en la actualidad, convirtiéndose en el tercer operador privado de televisión en abierto en España (por detrás de Mediaset y AtresMedia). A medida que el grupo va creciendo con nuevas licencias autonómicas de TDT en abierto y nuevos canales, la cuota de mercado (audiencia) aumenta y por consiguiente los ingresos del grupo a través de la publicidad. Entre 2021 y 2022, destacamos los siguientes acuerdos/operaciones M&A:
 - Acuerdo con Movistar + en abril de 2021 para la distribución de tres de sus principales canales (BOM Cine, Horse TV y Nautical Channel).
 - Adquisición de NET TV (75% en enero 2022), que tiene licencias de dos canales nacionales en TDT: Paramount y Disney Channel (con contratos a largo plazo y con perspectivas de continuidad a futuro).

- Adquisición de Canal Deporte TV (64% en octubre 2022), centrada en la producción, programación y emisión del canal de televisión digital CanalDeporte (es una OTT).

Si bien esta línea de negocio representaba el 4,4% en 2021, con la adquisición de NET TV (esta compañía generó en 2021 una facturación de €23,6M y EBITDA de €5,8M), se refuerza esta área, tal como se visualiza en el peso de los ingresos para el cierre del 2022 (34,9%).

- **Tecnología (TMT).** Por último, este segmento que además de ofrecer sus servicios a empresas de medios entre otras, da soporte a todo el grupo, permanece con una cifra estable de ingresos a cierre de 2021 y 2022, representando en torno al 11% del negocio de Squirrel.

En conjunto, nos encontramos ante un modelo de negocio que es considerado autosuficiente, donde existen numerosas sinergias entre los cuatro segmentos operativos del grupo, donde podríamos destacar, entre otras: i) la publicidad de sus canales de televisión puede ser gestionada por su propia área publicitaria, ii) el contenido adquirido puede ser explotado posteriormente en sus propios canales de televisión, los cuales a su vez en función de la cuota de mercado o audiencia que vayan logrando, incrementarán sus ingresos publicitarios, y iii) todo el soporte tecnológico de su actividad en sus diferentes líneas es realizado *in-house*. Todos estos aspectos son valorados positivamente por parte de EthiFinance ya que, ante un escenario de mayor estrés en la industria, el grupo podría mitigar en cierto modo los mismos con el negocio consistente, recurrente y de alta escalabilidad que presenta. Además, la existencia de una actividad multiproducto y multiterritorial refuerzan el posicionamiento del grupo en el mercado.

Por el lado contrario, también señalamos que la compañía se encuentra expuesta a determinados riesgos en su actividad. Por el lado de contenidos, la monetización de los títulos adquiridos depende de la aceptación que tengan en el mercado con su estreno, por lo que cambios en los gustos y tendencias del público, podrían afectar a esta vertiente. Por otra parte, el segmento de publicidad se considera una actividad más cíclica, en la medida que, ante escenarios de mayor estrés en la economía, este negocio podría presentar un mayor impacto tal como se está reflejando en 2021 y 2022. Además, Squirrel presenta una concentración de clientes notable, el top 5 representó el 58,5% a cierre de 2021, que a pesar de la mejora mostrada en el 1S2022, (48,9%; -9,6pp), sería importante un mayor avance en próximos meses/ejercicios. Así, señalamos la estrategia de diversificación que inició el grupo tras el impacto del Covid-19 principalmente en su área de publicidad, donde concentraba la mayor parte de sus clientes en sectores como viajes o entretenimiento más perjudicados por la pandemia, y habiendo ampliado su actividad con grandes clientes en sectores de automoción o moda, entre otros. Esto es valorado favorablemente por parte de la Agencia de Rating, aunque se requiere un mayor recorrido en próximos ejercicios.

Diversificación clientes 2021 y 1S2022. Miles de €.

Magnitudes	Importe
Ventas 2021	69.698
% Top 5	58,5%
% Top 10	70,1%
% Top 15	75,8%
Ventas 1S2022	37.058
% Top 5	48,9%
% Top 10	68,5%
% Top 15	76,7%

2.2 Accionariado, gestión y política financiera

Tal como se ha descrito anteriormente (subapartado “1.2 Estructura empresarial”), la estructura accionarial ha presentado cambios en los últimos años consecuencia del proceso de reestructuración reflejado para la anterior propiedad y denominación de este grupo (Vértice 360°). Desde 2018, Squirrel Capital se convierte en accionista mayoritario del grupo, alcanzando a cierre del 1S2022, una participación del 91,97%. Esta sociedad es un *family office* controlado por Pablo Pereiro que se sitúa, por tanto, como el principal accionista del Grupo Squirrel Media. El resto de los accionistas se corresponden con el *free float* de la compañía, siendo cotizada en el mercado continuo.

Además de ser el principal accionista, Pablo Pereiro, también se sitúa como el Presidente del Consejo de Administración y CEO del grupo, donde cabe destacar su amplia y extensa experiencia en el sector Media (+20 años), reflejándose en un elevado *know-how* y conocimiento del mercado. Dispone de una alta involucración y compromiso en la definición, desarrollo y seguimiento de la estrategia del grupo, aspectos que favorecen hacia la implementación y consecución de los objetivos estratégicos de Squirrel. No obstante, el hecho de que su accionista mayoritario concentre la mayor parte del capital, hace que el músculo financiero extra para apoyar a la compañía pudiera estar condicionado y limitado, aspecto que se ve mitigado por ser Grupo Squirrel una empresa cotizada, donde se señala la última ampliación de capital realizada en junio de 2022. En la misma, el grupo tuvo una adecuada aceptación en la captación de fondos en el mercado, con un gran número de inversores interesados y participando en el citado aumento de capital (family offices, SICAV, HNWI, fondos de inversión, etc.). Además, para el medio plazo, el grupo podría incrementar el *free float*, consecuencia del mayor crecimiento inorgánico esperado y la entrada de nuevos accionistas.

Consejo de Administración *

Nombre	Cargo
Pablo Pereiro Lage	Presidente y CEO
María José Pereiro Lage	Consejera Dominical
Paula Eliz Santos	Consejera independiente
Uriel González-Montes Álvarez	Consejero independiente
Hipólito Álvarez Fernández	Consejero independiente
Javier Calvo Salve	Consejero independiente, coordinador y secretario

* Tras el fallecimiento de Julián Martínez Samaniego en noviembre 2022 (Vicepresidente y Consejero Dominical) está pendiente el nombramiento de un nuevo miembro para el Consejo de Administración que se nombrará en la próxima JGA.

“Concentración accionarial que pudiera verse diluida próximamente mediante nuevas ampliaciones de capital que apoyen el fuerte crecimiento del grupo y que podrían situar el *free float* en un porcentaje superior al 25%.”

En general, el Consejo de Administración del grupo está formado por siete miembros (está pendiente el nombramiento de un nuevo miembro que sustituya a Julián Martínez Samaniego) con un amplio *track record* en diferentes vertientes (dirección financiera, legal, audiovisual, etc.) que se reflejan en los más de 20 años de experiencia media presentada. Además, señalamos la existencia de hasta cuatro consejeros independientes, aspecto que favorece la diversidad de toma de decisiones dentro de la compañía. En relación al *management*, también mencionamos la amplia experiencia mostrada en los puestos de dirección de cada una de las líneas de negocio de Squirrel, siendo en general superior a los 15/20 años, aspecto que debería repercutir positivamente en el desarrollo y ejecución de la estrategia del grupo. No obstante, consideramos que, derivado del fuerte crecimiento desarrollado por el grupo en los últimos años, un mayor refuerzo de su estructura de gestión podría ser necesaria próximamente para adaptarla al mayor tamaño que está alcanzando la compañía.

En cuanto a los principales drivers en el negocio de Squirrel Media, se centran principalmente en la apuesta por el desarrollo de una estrategia de crecimiento tanto orgánico como inorgánico, destacando para este último las diversas operaciones M&A realizadas en los últimos años y que se estima, a priori, continuar próximamente. Así, señalamos las últimas adquisiciones recientemente anunciadas (más detalle en subapartado “2.1. Sector y posicionamiento competitivo”), y que mejoran su posicionamiento en el mercado. Durante 2023, la compañía podría continuar con la política de adquisiciones siempre y cuando se presenten oportunidades de integrar compañías que aporten valor al grupo y que tengan sinergias con los diferentes segmentos de actividad que desarrollan. Así, conviene mencionar que serán el área de ‘Contenidos’ la principal apuesta de Squirrel para seguir creciendo inorgánicamente (tanto en los países actuales como también en el mercado anglosajón), mencionando también la línea de ‘Medios de comunicación’ donde centrarán los esfuerzos en hacer más consistentes las inversiones realizadas hasta el momento y la posibilidad de aprovechar oportunidades adicionales de compra. Además, si bien el segmento de ‘Publicidad’ podría presentar alguna oportunidad, las características de estas adquisiciones con precios muy elevados, implica llevar a cabo una estrategia más arriesgada en este sentido, limitando las operaciones de M&A en el corto plazo.

Todo este crecimiento de los últimos años se está produciendo bajo una política de financiación conservadora, adquiriendo compañías directamente con fondos propios (como la última realizada de Grupo Ganga en diciembre de 2022) y/o a través de un *mix* (mitad recursos propios y resto financiación bancaria). Este aspecto trae consigo el reflejo de una estructura de financiación equilibrada (aunque con un incremento de los niveles de endeudamiento en los últimos años), la cual se espera mantener en próximos años bajo la estrategia de crecimiento definida por Squirrel. A nivel de ESG, la compañía presenta un limitado alcance en esta vertiente (derivado también del tamaño presentado), siendo uno de los objetivos para próximos años, una mayor definición de prácticas ESG acordes también a la nueva dimensión que está alcanzando el grupo con el crecimiento desarrollado.

Recientemente, en marzo de 2023, el grupo ha presentado su nuevo *business plan* que recoge importantes tasas de crecimiento (sin considerar operaciones inorgánicas) por el empuje que tendrán, a priori, todas sus líneas de negocio, destacando ‘Contenidos’ que tras la inversión de €45M en los últimos cuatro años, presentará un significativo incremento de los ingresos en 2023 y 2024 (favorecido por la internacionalización del negocio en más de 30 países).

3. Análisis cuantitativo

3.1 Resultados y rentabilidad

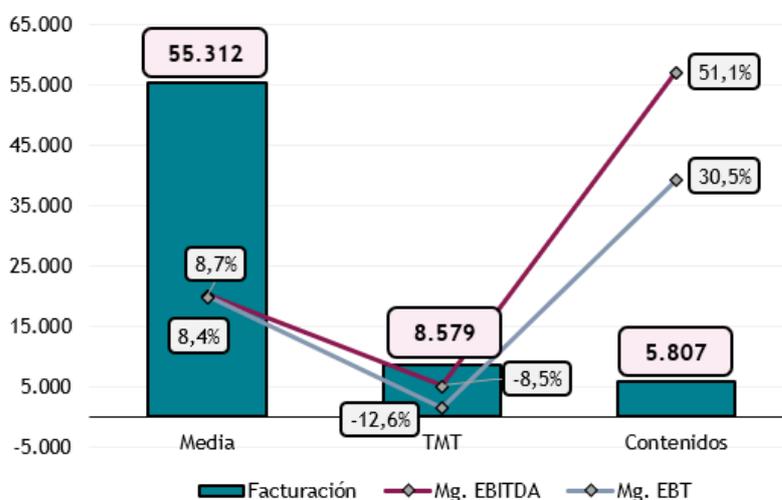
La evolución del negocio de Grupo Squirrel Media ha experimentado un notable ascenso en los últimos años derivado del proceso de transformación e integración con Vértice 360°, mediante el cual, el nuevo grupo dispone actualmente de cuatro líneas de negocio complementarias y con claras sinergias entre sí (publicidad, contenidos, medios de comunicación y tecnología). Consecuencia de esto, en julio de 2020, se incorporó la actividad de publicidad (principal área generadora de ingresos de la compañía), aspecto que impulsó significativamente su facturación hasta cifras de €80M (CAGR₂₀₋₂₂ de 57,9%). En cuanto al rendimiento operativo generado, la tendencia también está siendo muy positiva en los últimos ejercicios, favorecido también por todo el crecimiento inorgánico que está desarrollando el grupo (más detalle en subapartado “2.1 Sector y posicionamiento competitivo”), que han impulsado al EBITDA a cifras de €13,5M en 2022 (+81,3% YoY) y sobre las que se espera un mayor incremento en 2023 (se proyectan datos próximos a €27M).

Por segmento operativo para el último año cerrado y auditado 2021, si bien se observa unos resultados y márgenes negativos en el área de ‘Tecnología (TMT)’ dada también la actividad de apoyo al resto de divisiones del grupo, el resto de líneas como ‘Media’ (se incluyen publicidad y medios de comunicación) y ‘Contenidos’ obtuvieron unos positivos márgenes operativos (8,7% y 51,1% respectivamente) y EBT (8,4% y 30,5% respectivamente), siendo especialmente elevados para la vertiente de ‘Contenidos’, que se sitúa como una de las principales apuestas del grupo para continuar creciendo en próximos años (tal como se reflejará, *a priori*, en 2023 con un aumento de los estrenos de películas programados no solo en España y Andorra, sino también en Italia, Portugal y LATAM).

Rentabilidad. Miles de €.			
	2020	2021	2022 ⁽¹⁾
Facturación	32.088	69.698	80.005
Mg. Bruto	29,8%	21,1%	28,1%
EBITDA	2.742	7.436	13.480
Mg. EBITDA	8,5%	10,7%	16,8%
EBIT	1.581	5.507	11.470
Mg. EBIT	4,9%	7,9%	14,3%
Gtos. Fros.	-52	-225	-804
EBT	1.469	5.382	10.808

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

Desglose facturación y resultados por segmento operativo (2021). Miles de €. *



* “Media” incorpora los segmentos de ‘Publicidad’ y ‘Medios de comunicación’. En estas cifras no se incorporan los gastos de estructura.

“Actividad que presenta unos márgenes operativos y finales positivos en los últimos años, pudiendo verse reforzada en próximos ejercicios con el crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando el grupo.”

Respecto a la carga financiera, la compañía se caracteriza por mantener unos niveles controlados de endeudamiento que favorecen hacia unos reducidos niveles de gastos financieros, aspecto que, por un lado, le permite presentar una cobertura de intereses en niveles adecuados, aunque con una notable reducción el último año (16,8x en 2022; -16,3x YoY), y por otro, mantener unos positivos resultados finales, con un EBT de €10,8M (+100,8% YoY). No obstante, se destaca que no se ha dispuesto de información para realizar un análisis proforma en los años históricos (2019-2021), no pudiendo ajustar estas variaciones con un análisis *like for like* para algunos segmentos como el de publicidad principalmente (se incorporó al perímetro consolidado en julio de 2020).

Durante 2022, la evolución del negocio ha sido algo dispar en función del segmento operativo analizado, destacando por su mayor peso o variación:

- **Publicidad.** Los ingresos cayeron un 30,6% en el año impactado por el contexto actual de incertidumbre (problemática con el transporte, suministros y conflicto bélico entre Rusia y Ucrania) que provocó un retraso en las inversiones de los clientes que pospusieron las mismas para la última parte de 2022 y 2023.

“Segmento de publicidad que ha estado impactado por el contexto de incertidumbre en el entorno, si bien ha sido compensado por el incremento de ingresos principalmente a nivel inorgánico en el área de medios de comunicación y contenidos durante 2022. Se prevé un fuerte crecimiento para 2023 y 2024 con un mayor empuje del área de contenidos.”

- **Contenidos.** Si bien también estuvo condicionada esta división por la pandemia (en fase de recuperación las taquillas de cine en España), este último año se han realizado 8 estrenos en salas españolas que, junto al crecimiento inorgánico alcanzado, han impulsado los ingresos un 25,4% respecto 2021. Además, será a lo largo de 2023 y próximos años cuando se realizará un mayor número de estrenos en más países (44 comprometidos en la actualidad para el periodo 2023-2025) que deberían impulsar esta área en el medio/largo plazo situándola como el principal motor del grupo (se prevé pasar de unos ingresos de €7,3M en 2022 a €38,1M y €84,2M en 2023 y 2024 respectivamente, manteniendo unos elevados márgenes).
- **Medios de comunicación.** Se muestra un fuerte incremento de los ingresos (+813,6% vs 2021) reforzados principalmente por la adquisición a finales de enero 2022 de Net TV que consolida casi el año completo y favorece hacia una mayor generación de negocio y resultados.

Adicionalmente, destacar la favorable trayectoria que están siguiendo los márgenes del grupo en los últimos ejercicios, con unos positivos márgenes EBITDA y EBIT que ascienden al 16,8% y 14,3% en 2022 (+8,3pp y +9,4pp YoY) respectivamente. Cabe mencionar que, esta mejora en la eficiencia de la compañía y mayor optimización de los resultados y márgenes está siendo reforzada también por la política y gestión llevada a cabo en las adquisiciones corporativas, como la realizada con Net TV y Verália Distribución, libres de empleados y sin externalizaciones, dada la estructura de personal óptima de Squirrel Media. Este aspecto permite impulsar en mayor medida el rendimiento generado en el grupo, valorándose positivamente por parte de EthiFinance Ratings. Además, para 2023 y 2024 (tal como proyectan en su business plan), se muestra un fuerte crecimiento en ingresos y EBITDA (a tres dígitos) apoyado en la situación actual de sus diferentes segmentos con contratos ya formalizados y perspectivas de crecimiento con sus clientes.

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

A cierre del 2022 (datos recientemente publicados pero sin auditoría), Grupo Squirrel Media presentaba una estructura de activo más concentrada en el largo plazo (67,4% del total inversión), con una mayor importancia del inmovilizado intangible (92,3% dentro del activo no corriente) y que obedece principalmente a dos factores: i) peso que representan los derechos audiovisuales de la compañía por todos los títulos que está adquiriendo y que se están incrementando en el último año (más de 40 que se comercializarán en más de 30 países) dado el papel que tiene el grupo en la industria (*player* necesario para grandes productoras, plataformas y canales de TV), y ii) fondo de comercio de las sociedades adquiridas por la política de M&A que se está desarrollando, resaltando en la primera mitad de 2022, la aportación de las incorporaciones de Net TV y Verália de Distribución de Cine (+€19,5M conjuntamente). Este elevado nivel de activo intangible hace que cualquier deterioro significativo en el valor de estos pudiera erosionar de manera importante los niveles de capitalización del grupo, siendo un riesgo compartido en la industria, en general, que está tendiendo a la concentración con la realización de diversas operaciones de M&A.

La compañía presenta una clara tendencia de crecimiento en la composición de su activo, habiendo crecido la totalidad un 112,1% en 2022vs20, todo ello favorecido por el plan de expansión y crecimiento que se está ejecutando.

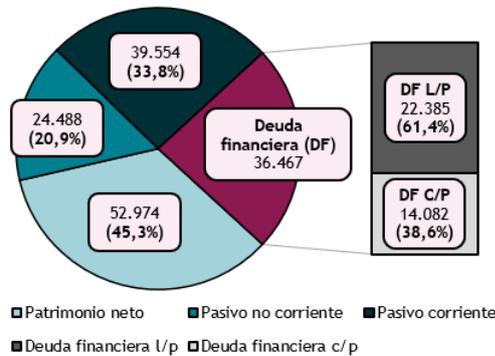
Endeudamiento. Miles de €.

	2020	2021	2022 ⁽¹⁾	22vs20
Total Activo	55.161	64.275	117.016	112,1%
Activo no corriente	24.691	37.130	78.847	219,3%
Activo corriente	30.470	27.145	38.169	25,3%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	-1.321	-347	-634	52,0%
Patrimonio Neto	27.292	30.476	52.974	94,1%
Deuda financiera total	8.274	12.687	36.467	340,7%
Deuda financiera neta	1.434	9.367	31.890	2123,8%
PN/DFT	329,9%	240,2%	145,3%	-184,6pp
DFN/EBITDA	0,5x	1,3x	2,4x	1,8x
EBITDA/Intereses	52,7x	33,0x	16,8x	-36,0x

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

“Business plan que está desarrollando una etapa de crecimiento para el grupo bajo una política de financiación equilibrada, con un mix de recursos propios y financieros. Todo ello le permite mantener en la actualidad unos controlados niveles de endeudamiento.”

Desglose fuentes financiación
(2022). Miles de €.



En cuanto a las necesidades operativas de fondos (NOF) que se reflejan en el negocio, Squirrel presenta una estructura controlada, sin unas exigencias elevadas en cuanto a esta vertiente. A cierre del 2022, en general, el grupo presenta una adecuada distribución de sus fuentes de financiación, mostrándose un elevado peso para el patrimonio neto (45,3%). Esto, unido a unos niveles controlados de endeudamiento financiero, propician el reflejo de un ratio PN/DFT en valores positivos y adecuados (145,3%) si bien se ha reducido en los últimos ejercicios (-184,6pp respecto 2020) con motivo principal de la mayor deuda que ha adquirido la sociedad para hacer frente al crecimiento que está alcanzando. En cualquier caso, nos encontramos ante una compañía con una estructura de fondos propios sólida y que, además, se está intentando fortalecer en los últimos años, destacando la última ampliación de capital llevada a cabo en junio 2022 por importe de €10M. Desde EthiFinance Ratings se valora positivamente la política financiera que está adoptando el grupo para acometer su estrategia de expansión con operaciones M&A, ya que las mismas se están financiando con fondos propios en su totalidad o con un *mix* equitativo entre capital propio y deuda financiera, siendo un aspecto que favorece al mantenimiento de una estructura financiera equilibrada.

Centrándonos en la deuda financiera de Squirrel, cabe mencionar el incremento que está reflejándose en los últimos ejercicios, alcanzando su pico dentro del periodo analizado, para 2022, con una cifra de €36,5M (+340,7% vs 2020). Este aumento es reflejo, como se ha detallado anteriormente, de la expansión y nuevas incorporaciones de sociedades al grupo para sus principales líneas de negocio (resaltando ‘Contenidos’ y ‘Medios de Comunicación’), para las cuales se están adquiriendo, principalmente, nuevos préstamos bilaterales con Caixa. Destacar que los plazos negociados para su devolución no son demasiado holgados en el tiempo (vencimiento máximo de los préstamos en 2025 y 2026), reflejándose una elevada concentración en la devolución de estas obligaciones financieras para 2023 y 2024 (40,8% y 46,4% respectivamente, con datos referenciados a enero 2023, partiendo del total deuda financiera y excluyendo las líneas de circulante).

En conjunto, el grupo ha presentado históricamente, tras la reestructuración realizada por los problemas financieros que tuvo en el pasado, unos ratios de DFN/EBITDA en valores positivos y adecuados, si bien con el incremento de la deuda financiera que se está reflejando en los últimos años, el ratio ha aumentado hasta 2,4x (vs 0,5x en 2020), cifras que aun así, continúan valorándose como controladas. No obstante, desde EthiFinance Ratings consideramos que un mayor avance en la generación e impulso de los resultados del grupo (tal como se proyecta para 2023 y 2024) es necesario para mantener y consolidar su adecuada posición económico-financiera en próximos años.

3.3 Generación de caja y posición de liquidez

Tras la fusión inversa de Squirrel Media con Vértice 360°, se ha producido un cambio en el modelo de negocio que tiene su reflejo en la propia generación de caja operativa del grupo, pasando a ser positiva desde 2020 y con una clara tendencia creciente impulsada por la expansión y crecimiento desarrollado desde entonces. Así, nos encontramos ante un grupo con un ratio de liquidez que se valora de forma positiva y que está respaldado por la sólida posición de *cash* presentada (€4,6M) y la propia generación de fondos operativos con la actividad, €11,1M a cierre del 2022. No obstante, desde EthiFinance Ratings se destaca los elevados compromisos financieros que presenta Squirrel (bancarios, pagos aplazados por la adquisición de Net TV y Grupo BF principalmente, así como préstamo con el Instituto Catalán de Finanzas) durante 2023 y 2024, que junto al *capex* necesario para acometer el proceso de expansión en el que se encuentra, reflejan un calendario de pagos exigente durante estos ejercicios.

En cuanto al *cash flow*, tal como se describía anteriormente, el grupo ha reflejado una evolución positiva en los últimos años para el *Funds From Operations (FFO)* que alcanzó la cifra de €11,1M en 2021, con una CAGR para el periodo 2020-2022 del 109,9%. Esta tendencia viene impulsada tanto por la adecuada generación de caja tanto a nivel orgánico (compañías ya presentes en el grupo) como inorgánico (nuevas adquisiciones que están impulsando estos valores, destacando por sus mayores cifras, la última de Net TV). Así mismo, se estima que si el grupo continúa con esta trayectoria favorable del negocio, mayor recuperación de su principal segmento operativo (publicidad) e impulso que deberían tener las nuevas adquisiciones en próximos años (como la reciente anunciada de Grupo Ganga para cerrarla e integrarla definitivamente en la primera mitad de 2023), deberían reforzar dicha tendencia ascendente de ingresos y generación de caja.

Con todo esto, valorándose la situación actual a cierre del 2022, el grupo presenta un ratio de FFO/DFN en niveles adecuados (34,7%), si bien mencionamos que el constante

Liquidez. Miles de €.

	2020	2021	2022 ⁽¹⁾
Tesorería	6.840	3.320	4.577
Tesorería/PC	36,6%	14,3%	11,6%
Líneas disponibles	-	512	166
FFO/DFN	175,4%	86,9%	34,7%

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

incremento de deuda financiera de Squirrel ha provocado un ajuste en dicha cifra para los últimos años (-140,7pp vs 2020). En este sentido, consideramos que un mayor avance de los niveles de caja operativa sería importante y necesario en próximos años, con el objetivo de que la nueva estructura de deuda financiera vaya en línea al rendimiento generado por Squirrel con un mayor tamaño y dimensión.

En cuanto a las necesidades de *working capital* de la compañía, si bien se encontraban relativamente controladas, en el último año se refleja un mayor impacto de -€2,9M consecuencia, entre otros, de la aplicación de recursos por las cuentas a cobrar con clientes. En línea al FFO, el *cash flow* operativo (CFO) también está mejorando en los últimos ejercicios, alcanzando €8,2M en los últimos años y estimándose un aumento desde 2023 con el mayor impulso de sus áreas de negocio.

“Favorable evolución en la generación de caja operativa, aunque por el momento insuficiente para atender la inversión del grupo dado el plan de expansión en el que se encuentra, teniendo que acudir a nueva financiación (bancaria y ampliación de capital). Aun así, positivos niveles de liquidez apoyados en su elevado FFO generado y *cash* disponible.”

Cash Flow. Miles de €.

	2020	2021	2022 ⁽¹⁾	22vs21
EBT	1.469	5.382	10.808	100,8%
+/- ajuste de resultado	1.234	2.976	2.200	-26,1%
+/- otros flujos de explotación	-188	-218	-1.932	-786,2%
Funds From Operations (FFO)	2.515	8.140	11.076	36,1%
+/- variación WK	2.298	50	-2.897	-5894,0%
Cash Flow Operativo (CFO)	4.813	8.190	8.179	-0,1%
Cash Flow de inversión	-11.680	-13.104	-33.828	-158,2%
Cash Flow Libre (CFL)	-6.867	-4.914	-25.649	-422,0%
+/- variación instrumentos de patrimonio	6.077	0	10.000	-
Dividendos	0	0	0	-
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	-790	-4.914	-15.649	-218,5%
Emisión de nueva deuda	5.944	4.925	22.260	352,0%
Devolución y amortización de deuda	-1.004	-3.531	-5.354	-51,6%
Efecto tipo de cambio	0	0	0	-
Variación de caja final	4.150	-3.520	1.257	135,7%
Caja inicial	2.690	6.840	3.320	-51,5%
Caja final	6.840	3.320	4.577	37,9%

⁽¹⁾ Últimos estados financieros consolidados y publicados para 2022 pero sin auditoría.

A pesar de lo anterior, el *cash flow* libre (CFL) de Squirrel ha sido negativo en los últimos ejercicios (-€4,9M en 2021 y -€25,6M en 2022), condicionado por la elevada inversión (promedio de €21,1M para el periodo 2020-2022) que se está realizando en la actualidad tanto en nuevas adquisiciones corporativas como la compra de un más extenso catálogo de contenidos con nuevos estrenos. En el caso de las nuevas películas que se están adquiriendo, esto trae consigo un mayor *capex* en el momento de la adquisición, pero que se monetiza, a priori, en los próximos ejercicios a través de las diferentes ventanas de explotación de la misma (generando, si la demanda es positiva, TIR positivas y elevadas). Por tanto, esta política de inversión es valorada favorablemente por EthiFinance Ratings, ya que, en principio, debería impulsar a largo plazo el negocio y resultados de Squirrel tal como se proyecta en su *business plan* presentado en el mercado en marzo 2023.

Estas cifras negativas han sido compensadas a través de dos vías: i) ampliación de capital materializada a inicio de junio de 2022 por importe de €10M, y ii) emisión de nueva deuda financiera (€22,3M). Todo esto ha permitido el cierre del ejercicio con una positiva variación de caja final de €1,3M.

Por último, en cuanto al calendario de vencimientos de la deuda financiera, Grupo Squirrel Media presenta unos mayores compromisos en el corto y medio plazo (€29M vencen en el periodo 2023-2024, representando el 87,2% del total deuda financiera), cifras que si bien podrían ser atendidas, a priori, con la estructura económica que presenta la compañía (*cash* y generación de caja operativa), se valoran como muy exigentes derivado también de la etapa de expansión e inversión en la que se encuentra en la actualidad. No obstante, desde 2023 se proyecta un crecimiento muy significativo en sus ingresos y beneficios (siendo el motor principal el área de contenidos), que podría fortalecer en mayor medida su estructura económico-financiera.

Calendario de vencimientos deuda financiera (enero 2023). Miles de €. *		
Año	Importe	Peso
2023	13.548,6	40,8%
2024	15.410,8	46,4%
2025	3.172,5	9,5%
2026 y ss.	1.095,3	3,3%
Total	33.227,2	-

* No incluye líneas de circulante (pólizas de crédito) ya que asumimos serán renovadas a vencimiento. Si incluye además de vencimientos de préstamos con entidades financieras, pagos aplazados por compras de compañías y NIIF16.

4. Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BBB
Posicionamiento Competitivo	BB-
Governance	BB-
ESG Compañía	No impacta
Perfil Financiero	A-
Cash flow y endeudamiento	BBB+
Solvencia	A-
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	No impacta
Rating	BBB-

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.