

En Madrid, a 5 de noviembre de 2024

**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:

**EthiFinance Ratings confirma el rating corporativo BBB- con perspectiva estable  
y asigna rating BBB a la emisión de bonos de su programa MARF.**

Según EthiFinance Ratings *“la calificación Investment Grade de Squirrel Media está apoyada en los elevados niveles de rentabilidad, positivas perspectivas de crecimiento, mejora en su posicionamiento competitivo en los últimos años derivado del plan de expansión desarrollado por el grupo, adecuada estructura económico-financiera con un apalancamiento financiero controlado y el buen perfil de liquidez que le permite, a priori, hacer frente sin dificultades a sus compromisos de capex y otras obligaciones a corto plazo”*.

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 octubre de 2012, 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 termOUTLOOK  
StableINSTRUMENT RATING  
Senior Secured 5.1 M €**Initiation date**

Long term	25/04/2023
Senior Secured	19/06/2024
5.1 M €	

**Rating Date**

19/06/2024

**Contacts****Lead analyst**Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com**Secondary analyst**Ana Vico Gutiérrez  
ana.vico@ethifinance.com**Committee chair**Guillermo Cruz Martínez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Squirrel Media en “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable. Además, asigna por primera vez el rating de “BBB” a la emisión de bonos.
- La calificación de la compañía está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) sector con elevados niveles de rentabilidad y volatilidad controlada, además de positivas perspectivas de crecimiento, ii) mejora en su posicionamiento competitivo en los últimos años derivado del plan de expansión desarrollado por el grupo, aspecto que está reforzando también las ventajas competitivas y diversificación en el mercado, iii) adecuada estructura económico-financiera de la compañía, con un apalancamiento financiero controlado a pesar de encontrarse en una fase de expansión, manteniendo asimismo una sólida capitalización, y iv) buen perfil de liquidez, que le permite, a priori, hacer frente a sus compromisos de capex y obligaciones a corto plazo.
- Por otra parte, el programa emitido en el MARF (noviembre 2023) está apoyado por un elevado ratio de cobertura para atender el mismo con la garantía establecida (2x) y un *covenant* financiero (DFN/EBITDA<3x) que refleja, a priori, el mantenimiento de una favorable estructura económico y financiera.
- No obstante, la calificación se ve limitada por: i) el tamaño y escala de la compañía en cuanto a ingresos, ii) concentración de la estructura accionarial, iii) limitado desarrollo de políticas ESG, lo que repercute en una reducción de *medio notch* sobre el perfil financiero y iv) la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad con un fuerte crecimiento inorgánico (financiándose en parte con deuda financiera tanto bancaria como pagos aplazados) también adolece de riesgo de ejecución en la integración y encaje de todas estas compañías adquiridas (destacándose la última de IKI Group de gran tamaño), requiriéndose un mayor avance y consolidación en próximos ejercicios. En este sentido, también se requiere un mayor avance en la reestructuración de algunas compañías adquiridas recientemente en 2023 (EBITDA negativo) que penalizan moderadamente los resultados del grupo en su conjunto.
- La industria ‘*Media and Entertainment*’ presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (*sectorheatmap* entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.
- Desde EthiFinance Ratings, hemos tenido acceso a las proyecciones financieras para 2024-2026, que han sido analizadas internamente y no están reflejadas en el informe a solicitud de la empresa (cotizada en el mercado continuo).

## Descripción de la Compañía

Squirrel Media es un grupo tecnológico situado dentro del sector Media y Entretenimiento que centra su actividad en cuatro áreas de negocio principales: publicidad, contenidos, medios de comunicación y tecnología (TMT). 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 234 empleados en 2023, habiendo alcanzado unas ventas y EBITDA de €129,6m y €22m respectivamente (€134,5m y €17,9m respectivamente en el ejercicio proforma, considerando las adquisiciones de 2023), con un ratio DFN/EBITDA en valores controlados de 2,1x (2,6x según cifras proforma). Durante 2023, la acción del grupo cayó un 36,9%, pasando a subir un 10,1% a junio 2024, situándose la capitalización bursátil en €149m.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector altamente competitivo que refleja unas perspectivas positivas de crecimiento para próximos años.

La industria audiovisual (medios de comunicación y entretenimiento) se caracteriza por: i) niveles positivos de rentabilidad, ii) volatilidad moderada y controlada en los márgenes operativos de las empresas ante cambios y ciclos económicos adversos, iii) 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, iv) una perspectiva de crecimiento positiva para los próximos años con una CAGR23-27 estimada del 4,6% y 3,6% en España y a nivel mundial, respectivamente. Se espera que la inversión en este sector en España alcance los 1.603 millones de euros para el periodo 2021-25, tal y como se define en el plan del Gobierno para convertir al país en el mayor *hub* audiovisual de Europa, con un mayor esfuerzo y recursos destinados a la promoción y digitalización de las actividades audiovisuales. Además, destacamos la irrupción de la Inteligencia Artificial generativa, con alto potencial para incrementar la productividad e impactar en mayor medida en el sector a medio-largo plazo.

- En línea con nuestra metodología, la industria ‘*Media and Entertainment*’ presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

El sector tiene un impacto bajo relacionado con el clima, la biodiversidad y el uso de recursos. Además, proporciona infraestructuras importantes para las comunidades, lo cual se considera positivo. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que alcanza, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas hacia el público, la calidad de la información y los problemas éticos relacionados.

#### 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 que fortalecen sus ventajas competitivas en el mercado. Destacamos, como adquisiciones más significativas en el último año, la incorporación de BF Distribution, Grupo Ganga y Mondo TV Studios en 2023 en la división de ‘contenidos’, así como la recientemente anunciada adquisición de IKI Group (mayo de 2024) en el área de ‘publicidad’. Todo este crecimiento está favoreciendo a la escala del grupo, que continúa siendo limitada por el momento en volumen de ingresos.

Por otro lado, la compañía, si bien presenta aún cierta concentración de su actividad en España (57,9% sobre ventas en 2023), está aumentando paulatinamente su diversificación geográfica como consecuencia de su política de expansión internacional. Respecto a su diversificación operativa, se valora como adecuada, destacando el reciente aumento de la facturación del segmento de ‘contenidos’, que se sitúa en 2023 como primera fuente de ingresos de Squirrel (43,1%), seguida de ‘publicidad’ (25%), ‘medios de comunicación’ (23,6%) y ‘TMT’ (8,2%). Respecto a sus clientes, si bien la compañía continúa presentando una alta concentración en 2023 (top 5 y top 15 representaron el 48,6% y el 71,6%, 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 impacta positivamente en su diversificación, aspecto al que se suma la reciente adquisición de IKI Group, que reforzará su portfolio de clientes.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionariado concentrado con un equipo de gestión que cuenta con una amplia experiencia en el sector.

A cierre de 2023, Pablo Pereiro se sitúa como el principal accionista de Squirrel con el 90,35% 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 y 2023). Así mismo, su principal accionista, consejo de administración y management del grupo destacan por la sólida experiencia reflejada (+15/20 años de media), siendo un aspecto importante para impulsar la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad. No obstante, consideramos que derivado de esta política de expansión, un mayor refuerzo en la estructura del *management* podría ser necesario para una mejor consolidación del mismo, aspecto que, si bien está siendo parcialmente atenuado por la integración del management de las compañías adquiridas en los procesos de M&A, podría requerir un refuerzo adicional en el medio plazo. 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%).

- Baja implementación de políticas ESG que afecta negativamente al perfil financiero de la compañía.

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 limitadas (ESG score de la compañía entre 3,5 y 4). Como resultado, el rating de la compañía se ve afectado en una reducción de *medio notch* sobre el perfil financiero, al considerar que la baja implicación en el desarrollo de políticas ESG podría afectar a la calidad de financiación del grupo. Como consecuencia, consideramos necesario un mayor recorrido y definición de políticas ESG por parte de Squirrel Media, acorde al tamaño que está alcanzando, ya que la valoración otorgada en esta vertiente podría ajustarse aún más ante la obligatoriedad de una mayor definición y transparencia a nivel de ESG.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **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 (€134,5m en 2023 proforma con un CAGR20-23 de 61,3%), que están siendo fortalecidos por el crecimiento orgánico del negocio (a excepción de la publicidad en el último año), así como por las nuevas adquisiciones corporativas que se están realizando. El margen EBITDA, aunque se ve reducido respecto a ejercicios históricos por las últimas incorporaciones (Grupo Ganga y Mondo TV presenta resultados negativos en su P&L), se mantiene en niveles adecuados, del 13,3% en 2023. Para 2024 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 (monetizando las inversiones ya realizadas años atrás) y Publicidad (con más empuje con la integración de IKI Group que facturó el último año €93m).

### Endeudamiento y Cobertura

- **Controlados niveles de apalancamiento.**

Las cifras de endeudamiento de Squirrel se han incrementado en los últimos años, consecuencia del plan de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando el grupo, incluyendo operaciones de 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 mantiene su ratio DFN/EBITDA en niveles controlados, situado en 2,1x en 2023 (2,6x considerando cifras proforma de 2023 con las integraciones). Adicionalmente, a pesar de su reciente deterioro, mantiene una elevada cobertura de intereses (11,8x en 2023; 8,2x según cifras proforma), siendo reflejo de su adecuada capacidad para hacer frente a los intereses de la deuda con el rendimiento operativo generado.

### Análisis de Flujo de Caja

- **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 €20,5m en 2023, siendo el CAGR20-23 del 101%. Todo ello es motivado por el crecimiento orgánico e inorgánico que está alcanzando el grupo, y que sitúa el ratio FFO/DFN en valores adecuados (43,8%). No obstante, es 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 (€19,7m y €8,2m para 2024 y 2025 respectivamente, que suponen el 60,9% del total obligaciones financieras).

### Capitalización

- **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 de capitalización, con un ratio PN/DFT de 118,5% en 2023 (-3,5pp YoY). Así, las recientes ampliaciones de capital, junto a una política de autofinanciación (capitalización de los beneficios alcanzados y sin previsión de reparto de dividendos), conducen hacia una fuerte estructura patrimonial.

- **Significativo peso del inmovilizado intangible dentro de la compañía cuyo deterioro podría penalizar su neto patrimonial.**

El activo intangible del grupo, formado principalmente por derechos audiovisuales y los fondos de comercio derivados de las adquisiciones corporativas, suponen un 71% dentro del total inversión en 2023. Este aspecto constituye un riesgo en tanto que potenciales deterioros 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.

### Liquidez

- **Favorables niveles de liquidez del grupo.**

Squirrel presenta un positivo ratio de liquidez (>1x), siendo suficientes sus fuentes de liquidez disponibles (efectivo, FFO estimado y líneas de crédito disponibles) para hacer frente a sus obligaciones y próximos compromisos (vencimientos de deuda a corto plazo y *capex* estimado), considerados como exigentes por parte de la Agencia dado que son cifras notables. Además, se destaca que su modelo de negocio (principalmente en el área de contenidos) presenta unas elevadas necesidades operativas de fondos (plazos de cobro elevados por el tipo de clientes con los que opera), estando a punto de cerrar la compañía (junio de 2024) una línea de circulante para poder adelantar el cobro de

estos saldos y mejorar su *working capital*. Este punto se considera importante desde EthiFinance Ratings para poder mantener y expandir el negocio actual.

## Modificadores

### Controversias

- 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.

### 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 80% de sus ingresos en 2023), estando el resto repartido por otros países europeos y LATAM principalmente.

## Perfil de emisión

- Emisión de bonos de €5,1m a cierre de 2023, cuyo objetivo es apoyar la fase de expansión que está desarrollando el grupo.

En noviembre de 2023, Squirrel Media adquirió una nueva financiación a través de bonos considerados *secured* (con garantía a través de una promesa de hipoteca o prenda sobre una parte del catálogo de películas propiedad del grupo) emitidos en el MARF (programa de €20m con una emisión por el momento de €5,1m), tipo *bullet* y con vencimiento a finales de noviembre de 2026. Estos fondos han sido destinados a respaldar la estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando la compañía en los últimos años, todo ello contando con una cobertura en la operación de 2x y un *covenant* DFN/EBITDA por debajo de 3x, permitiendo asegurar el mantenimiento de una equilibrada estructura económico-financiera.

## Principales Magnitudes Financieras

### Principales magnitudes financieras. Miles de €.

	2021	2022	2023 <sup>(1)</sup>	23vs22
Facturación	69.698	79.131	129.644	63,8%
EBITDA	7.436	13.776	22.005	59,7%
Margen EBITDA	10,7%	17,4%	17,0%	-0,4pp
EBIT	5.507	7.955	15.243	91,6%
Margen EBIT	7,9%	10,1%	11,8%	1,7pp
EBT	5.382	6.548	13.754	110,0%
Total Activo	64.275	117.978	173.564	47,1%
Patrimonio Neto	30.476	47.994	65.312	36,1%
Deuda Financiera Total	12.687	39.346	55.112	40,1%
Deuda Financiera Neta	9.367	34.810	46.760	34,3%
PN/DFT	240,2%	122,0%	118,5%	-3,5pp
DFN/EBITDA	1,3x	2,5x	2,1x	-0,4x
Funds From Operations	8.140	15.834	20.468	29,3%
FFO/DFN	86,9%	45,5%	43,8%	-1,7pp
EBITDA/Intereses	33,0x	12,3x	11,8x	-0,4x

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el EBITDA se situaría en €17,9m (margen EBITDA de 13,3%), con unos ratios DFN/EBITDA, FFO/DFN y EBITDA/intereses de 2,6x, 34,1% y 8,2x, respectivamente.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	Neutro
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Governance</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BBB+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>A-</i>
ESG Compañía	Negativo
<b><u>Anchor Rating</u></b>	<b><u>BBB-</u></b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b><u>Rating Corporativo</u></b>	<b><u>BBB-</u></b>
<i>Garantía*</i>	<i>+1 notch</i>
<b><u>Rating Bono</u></b>	<b><u>BBB</u></b>

\* Grupo Squirrel Media establece como garantía para la emisión de un programa de bonos en el MARF (€20m), una promesa de derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre los derechos de propiedad intelectual, y en particular, de distribución, explotación y titularidad relacionados con la mayor parte del catálogo de películas que dispone el grupo en la actualidad. Cobertura mínima de 2x.

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

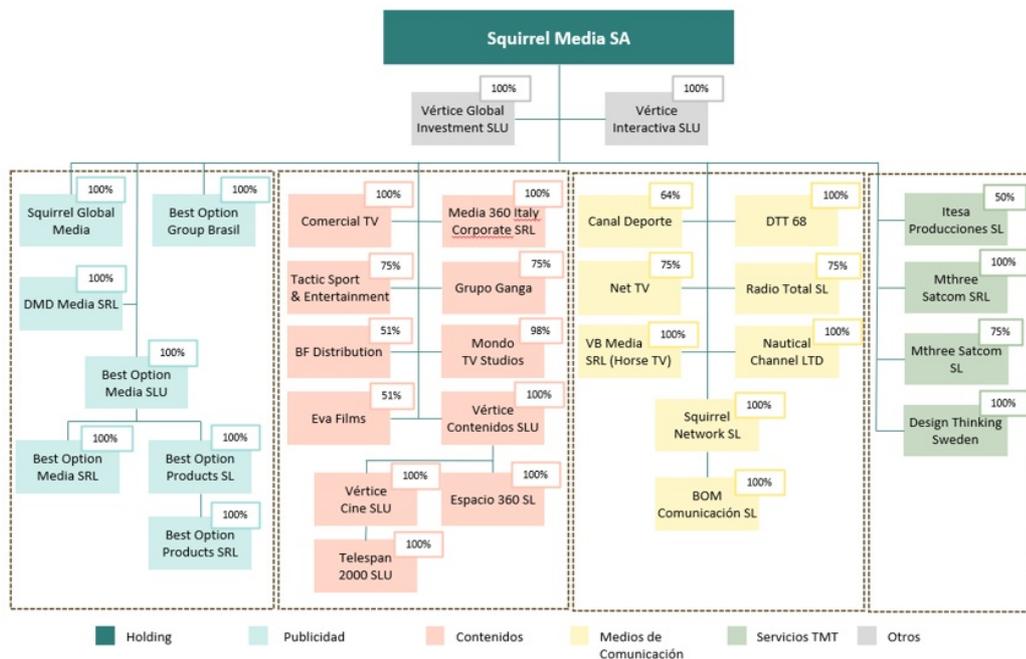
Desarrollo de políticas ESG. Mantener una política financiera conservadora y controlada en los procesos de M&A, lo que, junto con el incremento de la actividad y rentabilidad, derivaran en un fortalecimiento de los ratios de endeudamiento, obteniendo valores como DFN/EBITDA <1,5x y FFO/DFN > 50%. Mejora o mantenimiento de las cifras actuales para el ratio PN/DFT y refuerzo de la cobertura de intereses con valores por encima de 12x. Ampliar el calendario de vencimientos de la deuda financiera con unos compromisos más holgados en el tiempo (actualmente existe una elevada concentración en 2024-2025, con un 60,7% de los vencimientos). En general, cumplimiento de las proyecciones económico-financieras analizadas.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Cobertura del programa de bonos por debajo de 2x con evolución negativa de los próximos estrenos de películas y caída muy significativa de la valoración del catálogo. Incumplimiento significativo de las proyecciones económico-financieras analizadas con empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA (>3x), FFO/DFN (<30%), cobertura de intereses (<7x) 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).



Estructura societaria (2023)



Análisis Cualitativo

Sector

Grupo Squirrel Media se encuentra enmarcado dentro del sector del entretenimiento y los medios de comunicación (E&M). Esta industria se caracteriza, entre otros factores, por: i) ser altamente competitiva, con un gran número de *players* compitiendo en un mercado muy fragmentado y donde las barreras de entrada son reducidas (destacamos, dentro de éstas, la inversión en equipamiento técnico, *know-how* así como el reconocimiento y reputación necesarios para impulsar la actividad hacia una mayor consolidación), ii) mostrar niveles positivos y favorables de rentabilidad operativa con volatilidad controlada en momentos de crisis y mayor estrés, sin excesivo impacto en sus niveles de rendimiento, iii) perspectivas de crecimiento positivas para los próximos años, estimándose una tasa de crecimiento compuesto para 2023-2027 del 4,6% en España y del 3,6% a nivel mundial, y iv) una valoración favorable del sector a nivel ESG (*Environmental, Social and Governance*), sin afectación en el rating, ya que si bien el impacto de la actividad desarrollada es nulo o muy bajo a nivel de factores medioambientales, existe un riesgo relativo a los *stakeholders* en cuanto al público al que se dirige (sociedad), la calidad de la información y 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 (Agenda España Digital 2026), con un mayor esfuerzo en la promoción y digitalización de las actividades audiovisuales. Derivado de este plan, cabe destacar 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 regula nuevos agentes y servicios de comunicación audiovisual, refuerza 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. Además de esta inversión en el sector, destacan los incentivos fiscales que presenta España para la producción de contenidos, que actualmente ocupa el sexto lugar en la Unión Europea (UE) en número de títulos producidos.

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), la tendencia de crecimiento se retomó en 2021 y 2022 (+10,6% y +5,4% interanual respectivamente) y se estima que seguirá creciendo en los próximos años, aunque reflejando una desaceleración. En España el escenario ha sido similar, y se espera que los ingresos puedan rondar los €35.000m en 2027 (un crecimiento anual compuesto del 4,6%).

El nivel de inversión en publicidad en España experimentó un incremento del 3,7% en medios controlados durante el año 2023, alcanzando €5.901m (fuente: Infoadex). Entre los distintos medios publicitarios, el 'digital' destacó como el de mayor relevancia, representando un 47,6% de la inversión total (€2.810m), lo que supuso un aumento del 5,2% con respecto al año anterior. Por su parte, la publicidad en 'televisión' se posicionó como el segundo medio por volumen de inversión, con un 29,4% de la inversión total (€1.735m; +0,3% YoY), seguida de la publicidad en radio (7,8%; €461m),

la exterior (6,9%; €407m), la publicidad en diarios (5,6%; €333m) y otros, que incluye cines, revistas y medios dominicales (2,6%; €155m). Cabe señalar que, de todos estos segmentos, el único que presentó una tendencia negativa fue el de la publicidad en diarios (-2,1% YoY), manteniendo el resto tasas positivas de crecimiento. No obstante, se hace patente el cada vez mayor peso de la publicidad digital, estimándose una continuación de esta tendencia en los próximos ejercicios.

Por otro lado, destaca el fuerte incremento de los ingresos por 'OTT Video', liderado por el auge y expansión de las plataformas de *streaming* (Netflix, HBO, Disney+, Amazon Prime, etc.) desde la pandemia. Se observa un crecimiento plano de la inversión publicitaria en televisión que se traslada a las plataformas OTTs. Los ingresos OTT crecen un 54,4% en 2020, un 42,1% en 2021 y un 31,2% en 2022, estimando una CAGR23-27 del 9,3%. Actualmente existe cierta incertidumbre sobre si habrá suficientes suscripciones e ingresos para sostener el *capex* realizado, aumentando la competencia y desarrollando plataformas de *streaming* publicitario (*Advertising-based Video on Demand - AVOD*) como forma de generar más ingresos, así como ofrecer precios más bajos al cliente afectado por el entorno económico inflacionario.

### Facturación estimada por segmento en España. Millones de €.

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	CAGR23-27
Publicidad Tv	2.049	1.667	1.862	1.784	1.743	1.767	1.762	1.755	1.747	-0,4%
Publicidad internet	3.151	2.936	3.928	4.251	4.622	4.983	5.265	5.477	5.634	5,8%
Publicidad exterior	386	232	306	392	431	449	461	469	475	3,9%
Video OTT*	376	581	826	1.084	1.283	1.413	1.522	1.613	1.689	9,3%
Cine	651	182	266	402	512	578	640	674	705	11,9%

\* Incluye el "vídeo a la carta por suscripción (SVOD)", el "vídeo a la carta transaccional (TVOD)" y el "vídeo a la carta basado en publicidad (AVOD)". Fuente: Entertainment and Media Outlook 2023-2027 España. PwC.

Desde EthiFinance consideramos que la evolución del sector será, a priori, positiva para los próximos años y estará condicionada por factores como una 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 una mayor competencia en el mercado. Bajo este aspecto, destacamos la irrupción de la Inteligencia Artificial generativa, con fuerte potencial para incrementar la productividad (automatizando tareas como la edición o la creación de contenidos, entre otras) y la creatividad, impactando significativamente en el sector, estimándose que será mayor a medio-largo plazo.

### Posicionamiento Competitivo

El posicionamiento competitivo del Grupo Squirrel Media se ve limitado por su escala, algo más reducida en el sector en cuanto a volumen de ingresos. No obstante, la compañía está presentando una mejora de su posicionamiento competitivo en los últimos años, derivada de la estrategia de expansión que está realizando en la actualidad. De este modo, si bien en 2023 su actividad se sigue concentrando en España (57,9% de sus ventas vs. 63,6% en 2022), la compañía presenta cada año una mayor diversificación geográfica, donde Europa (con una mayor concentración en Italia) mantiene el segundo puesto, con unas ventas que suponen el 24,3% en 2023 (27,7% en 2022) y con un notable incremento en el último ejercicio de su negocio en América (14,7% vs. 6,8% en 2022), destacando el peso de Chile y Estados Unidos en el área de 'contenidos'.

### Distribución geográfica y operativa de la facturación (2023). Miles de €.

Mercado / Segmento	Publicidad		Contenidos		Medios de comunicación		TMT	
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso
España	3.713	11,5%	38.945	69,9%	29.927	98,0%	2.261	21,4%
Europa	24.220	74,9%	1.888	3,4%	610	2,0%	4.697	44,4%
América	4.131	12,8%	14.809	26,6%	0	0,0%	0	0,0%
Resto *	279	0,9%	74	0,1%	0	0,0%	3.617	34,2%
<b>Total</b>	<b>32.343</b>		<b>55.716</b>		<b>30.537</b>		<b>10.575</b>	

\* Se incluyen países como Argelia, Reino Unido o Emiratos Árabes, entre otros.

La actividad de Squirrel dentro de su sector se divide en cuatro segmentos operativos, con una favorable diversificación operativa. Como aspectos más relevantes para cada área se destaca:

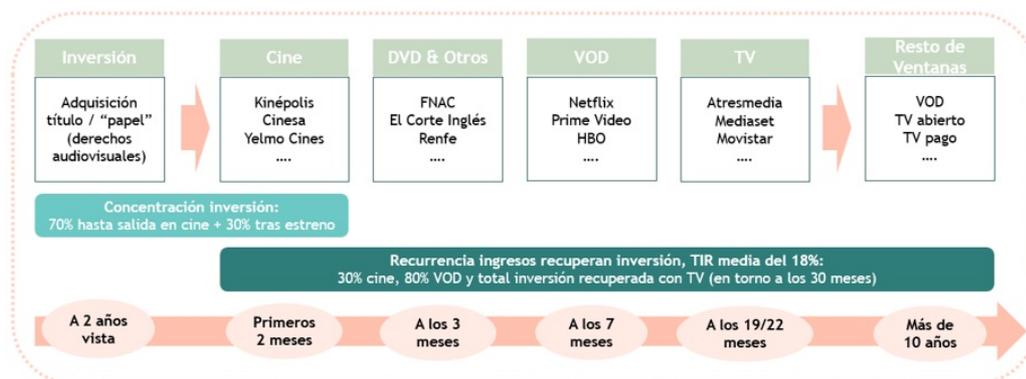
- **Publicidad.** Ha sido la principal fuente generadora de ingresos de Squirrel hasta 2022 (€36m, peso del 45,9%). Sin embargo, en 2023, esta línea presentó una ligera reducción sobre el ejercicio anterior (-10% YoY), consecuencia entre otros factores, de la reducción de los ingresos en el mercado doméstico y del entorno en Latinoamérica, marcado por las elecciones en Argentina y una descontrolada inflación, situándose en €32,3m (25% sobre total facturación). En 2024 se espera un gran incremento de este segmento, motivado por la recientemente adquisición de IKI Group (100% en mayo de 2024, estimándose el cierre e integración definitiva de la compañía en torno a la mitad del ejercicio), que situaría al área de publicidad de Squirrel Media como el

principal grupo publicitario independiente español por volumen de ingresos, con una facturación del segmento agregada para 2023 de €125,3m (datos proforma publicados en la CNMV).

- **Contenidos.** El grupo se encuentra realizando un fuerte proceso de expansión dirigiéndose además de a España, a países como Italia, Portugal, EEUU y LATAM entre otros (abarcando ya hasta 33 países de lengua hispana, portuguesa e italiana), mediante la creación de nuevas compañías, *joint venture* o incluso mediante operaciones M&A. Como consecuencia de esta expansión, este segmento se ha colocado a la cabeza en generación de ingresos del grupo, pasando de una facturación de €7,3m en 2022 a €55,7m en 2023 (43,1% sobre el total de la cifra de negocios). A continuación, destacamos las operaciones de M&A del ejercicio 2023:
  - Adquisición de BF Distribution (51% en marzo de 2023), considerado el principal grupo de distribución cinematográfica en LATAM (con más de 1.200 títulos estrenados) y con presencia en Estados Unidos.
  - Adquisición de Grupo Ganga (51% en junio y 24% en noviembre del 2023) productora audiovisual española que cuenta con un amplio catálogo de contenidos y con diferentes formatos como ficción, entretenimiento, documentales o publicidad.
  - Adquisición de Mondo TV Studios (97,98% en septiembre de 2023), productora audiovisual que cuenta con su propio estudio y catálogo de animación, con distribución en lengua hispana (España, Andorra, LATAM y habla hispana de Estados Unidos), portuguesa e italiana.

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 de distribución de contenidos



De acuerdo con el business plan del grupo, Squirrel sitúa esta área como su principal fuente de crecimiento para los próximos años. En este sentido, durante 2023 se han realizado 8 estrenos técnicos en salas españolas, teniendo la compañía otros 131 estrenos comprometidos para el periodo 2024-2025, adquiriendo los derechos de explotación no solo para España sino también para Italia, Portugal, Andorra y todos los países de Latinoamérica.

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 suponiendo una importante ventaja competitiva para el grupo, ya que mantiene una alta reputación y confianza con estos importantes players del sector, considerándose una significativa barrera de entrada en el mercado, aspecto que reflejaría también estabilidad y una mayor posibilidad de escalabilidad en su actividad conforme se sigan alcanzando nuevos acuerdos de adquisición de contenidos en países donde operan e incluso nuevos mercados (aprovechando el favorable track-record que están adquiriendo).

- **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). En 2023, este segmento supuso un 23,6% de la facturación total del grupo, alcanzando los €30,5m (+16,4% YoY). 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.
- **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, representando en torno al 8% del negocio de Squirrel en 2023 (€10,6m). Cabe destacar la reciente incorporación de la compañía Design

Thinking Sweden (100% en enero de 2024), líder global en Inteligencia Artificial e innovación tecnológica.

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 fortalecen las ventajas competitivas del grupo y son valorados positivamente por parte de EthiFinance ya que, ante un escenario de mayor estrés en la industria, Squirrel podría reducir los riesgos en cierto modo, 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 como está sucediendo en los últimos años para el grupo. Además, Squirrel presenta una concentración de clientes notable, donde el top 5 y top 15 representaron el 48,6% y el 71,6%, respectivamente, a cierre de 2023. Si bien esta diversificación ha mejorado sobre la última información analizada (top 5 del 55% y top 15 del 76% en 2022), sería importante un mayor avance en próximos ejercicios. No obstante, cabe destacar la estrategia de diversificación que inició el grupo tras el impacto del Covid-19 principalmente en su área de publicidad, con una mayor diversificación de clientes, pasando de un top 5 y top 15 en 2021 del 60% y 67%, respectivamente, a un 18% y 22%, respectivamente, en 2023. Asimismo, la reciente adquisición de IKI Group aporta un mayor volumen de clientes que favorecerá a su portfolio actual.

### Accionariado, Gestión y Política Financiera

Tal como se ha descrito anteriormente (subapartado “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 en 2023, una participación del 90,35%. Esta sociedad es un *family office* controlado por Pablo Pereiro, que se sitúa 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, es el Presidente del Consejo de Administración y CEO del grupo, donde cabe destacar su extensa experiencia en el sector Media (+20 años), reflejándose en un elevado *know-how* y conocimiento del mercado. 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. No obstante, este aspecto se ve atenuado por ser Grupo Squirrel una empresa cotizada, destacando en este sentido las últimas ampliaciones de capital realizadas en junio de 2022 (€10m) y septiembre de 2023 (€0,8m). Además, para el medio plazo, el grupo podría incrementar el *free float*, consecuencia del mayor crecimiento inorgánico esperado y la entrada de nuevos accionistas.

El Consejo de Administración del grupo está formado por siete miembros (contando con cuatro consejeros independientes) 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. 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, derivado del fuerte crecimiento desarrollado por el grupo en los últimos años, se ha hecho necesario un mayor refuerzo de su estructura para adaptarla al mayor tamaño que está alcanzando la compañía. Aunque este déficit está paliándose paulatinamente por las recientes operaciones de M&A que mantienen el *management* de las compañías adquiridas (integrándolo en el grupo), un refuerzo adicional podría ser necesario de continuar con esta fase de expansión.

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, continuarán (tras el último refuerzo del segmento de publicidad, lo próximo a seguir expandiendo podría ser el área de contenidos).

Todo este crecimiento de los últimos años se está produciendo bajo una política de financiación conservadora, adquiriendo compañías directamente con fondos propios 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. Recientemente, en marzo de 2024, el grupo ha presentado su nuevo *business plan* que recoge importantes tasas de crecimiento (sin considerar operaciones inorgánicas) por el empuje que tendrán sus líneas de negocio, destacando ‘contenidos’ que, tras la inversión de €57m en los últimos

cuatro años, presentará un significativo incremento de los ingresos en 2024 y 2025, favorecido por la internacionalización del negocio hacia todos los países de habla hispana, portuguesa e italiana. Asimismo, cabe destacar la reciente adquisición de IKI Group (100%, mayo de 2024), que convierte a Squirrel en el principal grupo publicitario español por volumen de ingresos.

A nivel de ESG, la compañía presenta un limitado alcance en esta vertiente, siendo uno de los objetivos para 2024-2025, una mayor definición de prácticas ESG acordes también a la nueva dimensión que está alcanzando el grupo con el crecimiento desarrollado.

## Análisis Cuantitativo

### Resultados y Rentabilidad

Rentabilidad. Miles de €.				
	2021	2022	2023 <sup>(1)</sup>	23vs22
Facturación	69.698	79.131	129.644	63,8%
Mg Bruto	21,1%	25,7%	28,6%	2,9pp
EBITDA	7.436	13.776	22.005	59,7%
Mg EBITDA	10,7%	17,4%	17,0%	-0,4pp
EBIT	5.507	7.955	15.243	91,6%
Mg EBIT	7,9%	10,1%	11,8%	1,7pp
Gastos Financieros	-225	-1.123	-1.858	-65,4%
EBT	5.382	6.548	13.754	110,0%

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el EBITDA se situaría en €17,9m (margen EBITDA de 13,3%), el EBIT en €11,8m (margen de 8,8%) y el EBT en €9,7m.

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, su facturación se ha impulsado significativamente hasta cifras de €134,5m en el ejercicio proforma 2023 (CAGR20-23 de 61,3%). En 2023 (proforma) el margen EBITDA continúa manteniendo valores positivos (13,3%) si bien se ha visto reducido en 4,1pp debido a la reciente integración de compañías al área de contenidos (Grupo Ganga y Mondo TV), con márgenes negativos. A pesar de esto, el grupo estima que el rendimiento de dichas compañías mejorará en los próximos ejercicios (tras una reestructuración y optimización de sus costes operativos principalmente), recuperando y fortaleciendo nuevamente los márgenes operativos (estimándose que puedan alcanzar el 20%).

Por segmento operativo, para el último año cerrado y auditado 2023, si bien se observa menores resultados y márgenes en el área de 'Tecnología (TMT)' dada también la actividad de apoyo al resto de divisiones del grupo, el resto de líneas como 'publicidad', 'media' y 'contenidos' obtuvieron unos elevados márgenes operativos (10,1%, 21,7% y 26,8% respectivamente) y margen EBT (10,1%, 20,3% y 15,7% respectivamente). Cabe destacar el notable incremento en el volumen de negocio de 'Contenidos', que ha pasado de unas ventas de €7,2m en 2022 a €55,7m en 2023, cuyo aumento responde a la estrategia llevada a cabo por el grupo de desarrollar una fuerte etapa de inversión durante los últimos ejercicios (*capex* y *opex*), que se ha empezado a monetizar en 2023 y que continuará en los siguientes años.

Respecto a la carga financiera, la compañía se caracteriza por mantener unos niveles controlados de endeudamiento que favorecen 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 en los últimos años (8,2x en 2023 proforma y 11,8x considerando los datos del ejercicio auditado; -4x YoY y -0,4x YoY, respectivamente), y por otro, mantener unos positivos resultados finales, con un EBT de €9,7m y €13,8m en 2023 proforma y auditado (+48,6% YoY y +110% YoY), respectivamente.

El grupo proyecta, para 2024 y 2025, un progresivo aumento de la facturación, donde destaca el considerable incremento proyectado para el segmento de 'contenidos' (CAGR23-25 61,6%), mostrando el resto una tendencia creciente más moderada (si bien el área de publicidad también crecerá de forma notable con la integración ya anunciada y comentada de IKI Group). Asimismo, Squirrel estima la generación de un consistente margen EBITDA, que se situaría en torno al 20%, apoyado en la mencionada estrategia llevada a cabo en el segmento de 'contenidos', que optimiza las inversiones en *capex* y *opex*, ya realizadas gran parte en los ejercicios anteriores, monetizando en los próximos ejercicios dichas inversiones, lo que se traducirá en un aumento de ventas acompañado de mayores márgenes.

## Estructura de Activo y Endeudamiento

Estructura de activo y financiación. Miles de €.				
	2021	2022	2023 <sup>(1)</sup>	23vs22
Total Activo	64.275	117.978	173.564	47,1%
Activo No Corriente	37.130	83.493	123.058	47,4%
Activo Corriente	27.145	34.485	50.506	46,5%
NOF	-931	11.868	6.508	-45,2%
Patrimonio Neto	30.476	47.994	65.312	36,1%
Deuda Financiera Total	12.687	39.346	55.112	40,1%
Deuda Financiera Neta	9.367	34.810	46.760	34,3%
PN/DFT	240,2%	122,0%	118,5%	-3,5pp
DFN/EBITDA	1,3x	2,5x	2,1x	-0,4x
EBITDA/Intereses	33,0x	12,3x	11,8x	-0,4x

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el EBITDA se situaría en €17,9m (margen EBITDA de 13,3%), con unos ratios DFN/EBITDA, FFO/DFN y EBITDA/intereses de 2,6x, 34,1% y 8,2x, respectivamente.

A cierre del 2023, Grupo Squirrel Media presentaba una estructura de activo más concentrada en el largo plazo (70,9% del total inversión), con una mayor importancia del inmovilizado intangible (81,3% dentro del activo no corriente) y que se compone principalmente por: i) derechos audiovisuales de la compañía por todos los títulos que está adquiriendo, que se están incrementando en el último año, y ii) fondo de comercio derivado de la política de M&A que está desarrollando. Este elevado nivel de activo intangible hace que cualquier deterioro significativo en su valor 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.

Respecto a la estructura de financiación, el grupo presenta una adecuada distribución de sus fuentes de financiación, basado en un constante refuerzo del patrimonio neto que, unido a unos niveles controlados de endeudamiento financiero, propician el reflejo de un ratio PN/DFT de 118,5% en 2023, cifra muy similar a la de 2022. 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 las últimas ampliaciones de capital llevadas a cabo, de €10m en junio 2022 y de €0,8m en septiembre de 2023. 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 o con un *mix* equitativo entre capital propio y deuda financiera, siendo un aspecto que favorece al mantenimiento de una estructura financiera equilibrada.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. <sup>(1)</sup>			
	2021	2022	2023
Deuda bancaria	10.490	27.976	33.594
Bonos MARF			5.100
<b>DFT (Squirrel Media)</b>	<b>10.490</b>	<b>27.976</b>	<b>38.694</b>
Otros pasivos financieros <sup>(2)</sup>	2.197	3.598	4.177
Pagos aplazados compras compañías (+)	0	7.772	7.591
Factoring sin recurso (+)			4.650
Proveedores de inmovilizado (+)			
<b>DFT</b>	<b>12.687</b>	<b>39.346</b>	<b>55.112</b>
Cash <sup>(3)</sup>	3.320	4.536	8.352
DFN (Squirrel Media)	7.170	23.440	30.342
DFN	9.367	34.810	46.760
EBITDA (reportado por Squirrel)	7.436	13.776	22.005
EBITDA	7.436	13.776	22.005
<b>DFN/EBITDA (Squirrel)</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,4x</b>
<b>DFN/EBITDA</b>	<b>1,3x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,1x</b>

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el ratio DFN/EBITDA se situaría en 2,6x. <sup>(2)</sup> 'Otros pasivos financieros' incorporan principalmente pasivos por NIIF 16 y un préstamo de ICF. <sup>(3)</sup> En 2023, se excluyen €6,3m asociados al contrato de prestación de servicios de los *Latin Grammy*, al estar restringidos y solamente disponibles para este servicio.

Centrándonos en la deuda financiera de Squirrel, cabe mencionar el incremento que está reflejándose en los últimos ejercicios, alcanzando su pico en el periodo analizado, con una cifra de €55,1m (+40,1% YoY). 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, para las cuales se están adquiriendo, principalmente, nuevos préstamos bilaterales con Caixa. Cabe destacar que, si bien los plazos negociados para su devolución están más equilibrados que en el ejercicio anterior, siguen sin ser demasiado holgados en el tiempo (vencimiento de los préstamos entre 2025 y 2028), reflejándose una elevada concentración en la devolución de estas obligaciones financieras para 2024 y 2025 (57,8%, con datos referenciados a diciembre de 2023, partiendo del total deuda financiera y excluyendo las líneas de circulante ya que asumimos serán renovadas a vencimiento).

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 adecuados. En los dos últimos ejercicios el ratio ha aumentado, situándose en 2,1x en 2023 (cifras auditadas), que alcanza 2,6x en el ejercicio proforma, debido al menor EBITDA generado por la integración de Grupo Ganga y Mondo TV (con pérdidas en el último año). La compañía estima una progresiva reducción de la deuda en los próximos ejercicios, acompañada de un aumento del EBITDA motivado por las sinergias derivadas de las últimas operaciones de M&A así como última adquisición de IKI Group, lo que podría reducir el apalancamiento de la compañía. No obstante, la necesidad de gestionar su working capital y reducir el periodo medio de cobro con sus principales clientes en el área de contenidos (grandes compañías como Amazon), propiciarán que el grupo incremente sus líneas de circulante durante 2024 (en torno a €16m-€20m de límite total pendiente de cierre definitivo con La Caixa de una nueva línea), aspecto que podría incrementar parcialmente su deuda financiera. Desde EthiFinance Ratings consideramos que un mayor avance en la generación e impulso de los resultados del grupo (tal como se proyecta para 2024 y 2025) es necesario para mantener y consolidar su adecuada posición económico-financiera en próximos años.

## Generación de Caja y Liquidez

Cash flow. Miles de €.				
	2021	2022	2023	23vs22
EBT	5.382,0	6.548,0	13.754,0	110,0%
+/- ajustes de resultado	2.976,0	10.467,0	10.277,0	-1,8%
+/- otros flujos de explotación	- 218,0	- 1.181,0	- 3.563,0	-201,7%
<b>Funds From Operations</b>	<b>8.140,0</b>	<b>15.834,0</b>	<b>20.468,0</b>	<b>29,3%</b>
+/- variación WK	50,0	- 5.534,0	10.539,0	290,4%
<b>Cash Flow Operativo</b>	<b>8.190,0</b>	<b>10.300,0</b>	<b>31.007,0</b>	<b>201,0%</b>
<b>Cash Flow Inversión</b>	<b>- 13.104,0</b>	<b>- 33.313,0</b>	<b>- 27.883,0</b>	<b>16,3%</b>
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>- 4.914,0</b>	<b>- 23.013,0</b>	<b>3.124,0</b>	<b>113,6%</b>
+/- variación patrimonio	-	10.000,0	-	-100,0%
- Dividendos	-	-	-	-
<b>Cash Flow Final Generado Internamente</b>	<b>- 4.914,0</b>	<b>- 13.013,0</b>	<b>3.124,0</b>	<b>124,0%</b>
+/- variación de deuda	1.394,0	14.229,0	7.007,0	-50,8%
+/- variación por tipo de cambio	-	-	-	0,0%
<b>Variación de caja final</b>	<b>- 3.520,0</b>	<b>1.216,0</b>	<b>10.131,0</b>	<b>733,1%</b>
Caja inicial	6.839,0	3.319,0	4.535,0	36,6%
<b>Caja final</b>	<b>3.319,0</b>	<b>4.535,0</b>	<b>14.666,0</b>	<b>223,4%</b>

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el FFO se situaría en €16m (calculado por EthiFinance con la fórmula: EBITDA +/- intereses +/- impuestos).

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 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 (€8,4m en 2023) y la propia generación de fondos operativos con la actividad, de €20,5m a cierre del 2023, y con una estimación creciente en 2024 y 2025. 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 2024, que junto al *capex* necesario para acometer el proceso de expansión en el que se encuentra, reflejan un calendario de pagos exigente en el corto y medio plazo.

En cuanto al *cash flow*, el grupo ha reflejado una evolución positiva en los últimos años para el *Funds From Operations* (FFO) que alcanzó la cifra de de €20,5m en 2023, con una CAGR para el periodo 2020-2023 del 101%. Considerando las cifras proforma para 2023, el FFO se situaría en €16m (cálculo realizado por EthiFinance a partir de las cifras facilitadas por la compañía) dada la reducción del EBITDA tras la integración de las compañías adquiridas en dicho ejercicio, que, no obstante, continúa mostrando una mejora sobre el generado en 2022. En este sentido, tras las últimas adquisiciones realizadas como Grupo BF o IKI Group, se estima que Squirrel debería reforzar dicha tendencia

ascendente de ingresos y generación de caja.

Con todo esto, valorándose la situación actual a cierre del 2023, el grupo presenta un ratio de FFO/DFN que se mantiene en niveles adecuados (de 43,8% en 2023; 34,1% de acuerdo con las cifras proforma), a pesar del constante incremento de deuda financiera durante los últimos años. 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.

El origen de fondos derivado de las necesidades de *working capital* de la compañía en 2023 (€10,5m), tras el impacto negativo de 2022 (-€5,5m) impulsó la generación de *cash flow* operativo (CFO), alcanzando €31m (+3x vs 2022). Como consecuencia de lo anterior, el cash flow libre (CFL) de Squirrel sale en el último año de las cifras negativas que mostraba históricamente, situándose en €3,1m, a pesar de la elevada inversión llevada a cabo por el grupo que se está realizando en la actualidad (promedio de €21,5m para el periodo 2020-2023) tanto en nuevas adquisiciones corporativas como la compra de un más extenso catálogo de contenidos con nuevos estrenos pendientes para próximos ejercicios. 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 en los próximos ejercicios (ya desde 2023 y que debería ser más patente en los próximos años), 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. La generación de CFL positivo, unida a la captación de deuda, ha generado un aumento de caja de €10,1 a cierre de 2023, que alcanzó una cifra de €14,7m (€8,4m sin considerar la caja restringida).

Calendario de vencimientos. Miles de €. 31/12/2023 (CCAA Consolidadas)		
Año	Cantidad	% sobre el total
2024	19.651	42,9%
2025	8.243	18,0%
2026	9.582	20,9%
2027	4.955	10,8%
>2027	3.368	7,4%
<b>Total</b>	<b>45.799</b>	

\* No se incluye la deuda financiera de las líneas de circulante, ya que asumimos que estas serán renovadas al vencimiento.

Por último, en cuanto al calendario de vencimientos de la deuda financiera, Grupo Squirrel Media presenta unos mayores compromisos en el corto plazo. Estas cifras, si bien podrían ser atendidas, a priori, con la estructura económica que presenta la compañía (*cash* y generación de caja operativa) bajo la hipótesis del mantenimiento de la evolución favorable del negocio y positivas perspectivas sectoriales, se valoran como exigentes dada la etapa de expansión e inversión en la que se encuentra en la actualidad. En este sentido, la nueva financiación que está pendiente del cierre definitivo en junio de 2024 para gestionar su circulante (póliza de crédito), podría fortalecer en mayor medida su liquidez para seguir acometiendo su plan de expansión.

## Perfil de emisión

Grupo Squirrel Media llevó a cabo una emisión de bonos en noviembre de 2023, con el objetivo de continuar impulsando su política de crecimiento tanto orgánico como inorgánico. Se trata de un programa de bonos considerado *secured* por importe de €20m, tipo *bullet* y con vencimiento (esa primera emisión) en noviembre de 2026. El mercado de destino es el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley Española.

La financiación obtenida a través del bono está siendo destinada principalmente a financiar nuevas adquisiciones corporativas y/o incorporación de nuevas películas a su actual catálogo. Para ello, el grupo continuará también con la operativa y estrategia financiera desarrollada en los últimos años, esta es, operaciones M&A llevadas a cabo bajo recursos propios o un *mix* equitativo entre recursos financieros y propios. Este aspecto se considera importante desde la Agencia de Rating, ya que esta nueva financiación podría apoyar a la compañía en su proceso de expansión y crecimiento, todo ello bajo el mantenimiento de una estructura financiera equilibrada.

La emisión del bono cuenta con garantías que aseguran la operación mediante una promesa de derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre los derechos de propiedad intelectual, y en particular, de distribución, explotación y titularidad relacionados con la mayor parte del catálogo de películas que dispone el grupo en la actualidad (en favor de los bonistas). Esta promesa está publicada en el propio registro del programa de bonos en el MARF y, además, Squirrel está comprometido a otorgarla en escritura pública en la misma fecha de desembolso de la emisión (salvo que por decisión del comisario de los bonistas se estime realizar en una fecha posterior).

De esta manera, con el objetivo de dar cumplimiento a la promesa de hipoteca o prenda, Grupo Squirrel Media se compromete a:

- Mantener los títulos del catálogo de películas libres de cualquier carga o gravamen en la fecha de suscripción

de la promesa de hipoteca/prenda. Se establece también en el contrato la cláusula *negative pledge*, mediante la cual y a nivel general (salvo casuísticas concretas definidas en el programa), Squirrel Media no podrá constituir garantías reales o personales sobre cualquier activo y derecho ya establecido en la promesa de hipoteca/prenda asociada al catálogo de películas como garantía.

- Mantener una cobertura mínima entre el valor de los activos puestos en garantía *versus* el programa de bonos en su totalidad, de al menos 2x durante la vida del bono, dando lugar a una operación sobrecolateralizada.
- Otorgar a favor del comisario de los bonistas, en escritura pública aparte, un poder irrevocable para que este pueda en representación del emisor: i) constituir la hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre el catálogo de películas en caso de que el grupo incurra en cualquier supuesto de vencimiento anticipado o no se atiendan en su totalidad las obligaciones a vencimiento, y ii) realizar tantos actos como sean legalmente necesarios para la efectividad de la hipoteca/prenda.
- Dar publicidad y comunicar la existencia de la promesa de hipoteca/prenda así como el poder irrevocable a los actuales y futuros acreedores financieros de Squirrel. Además, se incluirá el Documento Base informativo (DBI) en la web de Squirrel Media y tendrá constancia el auditor de las cuentas anuales.

El orden de prelación o rango de los bonos estaría determinado por la necesidad o no de constituir hipoteca/prenda, contemplándose así dos escenarios posibles:

1. **Durante la vida del bono 'no' se presenta la necesidad de constituir el derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango.** Los bonos tendrán la consideración de obligaciones "simples" *senior*, no contando con garantías reales (*unsecured*) pero sí con la garantía personal de los garantes, quienes responden con todo su patrimonio frente a los inversores de los bonos.
2. **Durante la vida del bono 'sí' se presenta la necesidad de constituir el derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango.** Los bonos tendrán la consideración de obligaciones *senior* no subordinadas y garantizadas por la hipoteca/prenda (*secured*), además de la garantía personal de los garantes, quienes responden con todo su patrimonio frente a los inversores de los bonos. En el supuesto de concurso del Emisor y con la constitución de la hipoteca, los bonos tendrían preferencia y un privilegio especial para el cobro.

En cuanto a la garantía establecida con la mayor parte de la librería disponible por el grupo, se refleja una amplia variedad en las diferentes ventanas de explotación, con más de 1.300 títulos disponibles, entre los cuales se dispone de 131 películas pendientes de lanzamiento y estreno en los próximos tres años y con alto recorrido en sus diferentes ventanas de explotación (20-25 años de media). Con el registro del programa de bonos quedará incluido el listado de películas establecidas en garantía.

Términos y condiciones emisión	
<b>Emisor</b>	Squirrel Media, S.A.
<b>Instrumento</b>	Bono <i>Senior Secured</i>
<b>Fecha de emisión</b>	11/2023
<b>Tamaño</b>	Hasta €20m (1ª emisión de €5,1m)
<b>Vencimiento</b>	11/2026
<b>Tipo de Amortización</b>	<i>Bullet</i>
<b>Garantía</b>	Promesa de hipoteca/prenda sobre catálogo de películas (cobertura mínima 2x).
<b>Interés</b>	7% fijo
<b>Covenants</b>	Límite endeudamiento
<b>Finalidad</b>	Capex de expansión
<b>Mercado</b>	MARF (España)
<b>Legislación</b>	Ley Española

Destacar que se ha partido de una valoración independiente por KPMG de los contenidos de Squirrel a fecha 31/03/2022, siendo el *Enterprise Value* (valor de la cartera que incorpora ya el descuento de los importes pendientes de pago por las películas) de €89,8m. Adicionalmente, derivado del tiempo transcurrido entre la fecha de esta valoración (marzo-22) y, el momento actual (junio-24), la compañía ha realizado una nueva valoración de su cartera de contenidos a fecha de mayo de 2024, donde queda valorada a un rango superior a €120m, en la que se ha considerado una tasa de descuento (WACC) del 9,09%, levemente superior a la utilizada en la primera valoración, dado el contexto de tipos más altos que tenemos en la actualidad. Por tanto, consideramos como suficiente el valor de la cartera para poder establecer la garantía con el grado de cobertura definido (el doble del programa de bonos).

Adicionalmente a esto, y para dotar de un mayor confort a la operación, se ha establecido un *covenant* económico-

financiero específico durante la vigencia del bono, el ratio DFN/EBITDA (con una metodología de cálculo próxima a la realizada por EthiFinance Ratings) se situará por debajo de 3x para el Grupo Squirrel Media. Consideramos que el cumplimiento de esta cifra reflejaría el mantenimiento del equilibrio en la estructura económico y financiera, aspecto que se valora positivamente por parte de la Agencia de Rating.

## Análisis de recuperación

Al objeto de analizar en mayor profundidad las perspectivas de recobro del bono ante un escenario hipotético de default por parte de la compañía, desde EthiFinance Ratings se ha profundizado en este análisis con el objetivo de determinar una hipotética tasa de recobro. Así, se ha dispuesto de información interna facilitada por la Dirección de Squirrel donde se destaca el análisis de la evolución de diversas películas estrenadas en los últimos años por las diferentes ventanas de explotación (casos con rentabilidades positivas y también negativas).

Tras este análisis, en caso de tener que formalizarse la hipoteca/prenda con las películas puestas en garantía, desde la Agencia consideramos que la totalidad del programa de bonos (€20m) estaría asegurado. Así, incluso adoptando un escenario más conservador y prudente con la consideración de descuentos sobre los activos del 40%-50%, la operación estaría cubierta al 100%, e incluso estaría sobrecolateralizada. Además, el compromiso por parte de Squirrel Media de mantener unos activos valorados por el doble que el valor del programa de bonos, se valora positivamente ya que otorga mayor seguridad a la operación.

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
  - Corporate Rating Methodology - Instruments : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_127\\_V2\\_Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Instruments.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2_Corporate_Rating_Methodology_Instruments.pdf)
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

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

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

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is

elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid