

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Media

Fecha del informe: 23 dic 2021

Hora distribución: 12:30

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 11,50 (22 dic 2021)

LLYC es una compañía de consultoría de comunicación que desarrolla su actividad en el campo de la comunicación corporativa, el marketing digital y los asuntos públicos, combinando los servicios tradicionales de comunicación corporativa con capacidades de creatividad y tecnología. Con una posición de liderazgo tanto en España y Portugal (52% s/Ingresos 2020) como en Latam (c. 44% s/Ingresos).

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

## Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	133,9	151,6
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	132,9	150,5
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	13,90 / 12,08 / 11,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(2)</sup>	4,5	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>

LLYC Partners	54,3
Jose Antonio Llorente	15,6
Otros socios LLYC	9,0
Indumenta Pueri	7,5
Free Float	10,7

## Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,6	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	44,7	61,7	82,3	88,9
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	8,4	12,0	15,8	17,7
% Var.	-16,4	42,2	31,3	12,0
% EBITDA Rec./Ing.	18,9	19,5	19,2	19,9
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-5,3	17,6	13,1	12,4
Beneficio neto	2,3	5,4	8,2	9,6
BPA (EUR)	0,20	0,47	0,70	0,82
% Var.	-46,6	138,8	50,6	17,6
BPA ord. (EUR)	0,27	0,50	0,70	0,82
% Var.	-26,9	87,8	39,0	17,6
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	3,3	4,3	6,1	9,5
Pay-out (%)	26,4	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,05	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-8,1	6,6	0,5	-9,0
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,0	0,5	0,0	-0,5
ROE (%)	10,6	23,9	28,7	25,7
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	23,5	23,8	25,3	27,7

Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>

PER	58,9	24,7	16,4	13,9
PER Ordinario	42,8	22,8	16,4	13,9
P/BV	6,4	5,5	4,1	3,2
Dividend Yield (%)	0,4	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,97	2,15	1,62	1,50
EV/EBITDA Rec.	15,7	11,1	8,4	7,5
EV/EBIT	22,9	15,2	10,1	8,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	2,5	3,2	4,6	7,1

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2017 el EBITDA es c. EUR 1,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) Autocartera 2,9%. Otros socios LLYC: (i) Alejandro Romero (5,2%), Luisa García (2,1%) y Adolfo Corujo (1,8%).

(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

## Mucho más que un "fortín"

## UN NEGOCIO CON CARACTER DEFENSIVO (MUY DIVERSIFICADO Y RECURRENTE) ...

LLYC es un proveedor integral de servicios de consultoría de comunicación (salidas a bolsa, M&A, emisiones de deuda, reestructuraciones, crisis y riesgos, asuntos públicos...) con capacidades en creatividad y tecnología. Lo que junto a una sólida base de ingresos recurrentes (c. 55% s/total) se traduce en una baja ciclicidad o perfil "defensivo" (que capacita a LLYC a comportarse bien en momentos de ciclo macro negativo o de bajo crecimiento).

## ... CON MÁRGENES ELEVADOS. Una fortaleza clara de LLYC son sus márgenes.

Durante el período 2016-2020 LLYC consolida un margen EBITDA Recurrente de c. 20% (18,9% en 2020; -2p.p. vs 2019 por el impacto del Covid-19). Adicionalmente, su buena posición competitiva (Top 1 en España, su principal mercado) le permite trasladar cualquier incremento de costes a sus precios. Algo especialmente relevante en entornos inflacionistas como el actual.

## QUE HA MOSTRADO UNA ELEVADA GENERACIÓN DE CAJA. Un modelo de negocio

poco intensivo en capital circulante y muy ligero de activos (Capex/Vtas < 4%) que habría permitido a LLYC gozar tradicionalmente de una sólida posición financiera (caja neta de EUR 8,1Mn en 2020 vs EUR 4,6Mn en 2016).

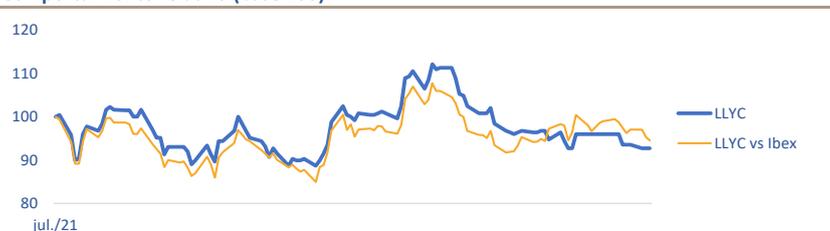
## Y CON CAPACIDAD PARA SEGUIR CRECIENDO (+10,9% EN TÉRMINOS ORGÁNICOS

2020-2023E). A nuestro juicio LLYC está bien posicionada para seguir creciendo. En 2023e estimamos la consolidación de niveles de EBITDA Rec. de c. EUR 18Mn (Mg. EBITDA c. 20%), con facturación de c. EUR 90Mn (+25,7% TACC 2020-2023e; +10,9% TACC orgánico). Y capacidad de generar un Free Cash Flow de c. EUR 9,5Mn (54% s/EBITDA), lo que supone una rentabilidad (FCF yield) del 7,1%.

## EN DEFINITIVA: UNA COMBINACIÓN DE DEFENSIVIDAD Y CRECIMIENTO. La

tentación es la de ver a LLYC como una compañía defensiva (posición de liderazgo, negocio diversificado, recurrencia y visibilidad de resultados, solidez de balance, generación de caja...). Pero a nuestro juicio, LLYC combina los argumentos anteriores con capacidad para seguir creciendo de forma orgánica a c. 10% anual. Cotizando a c. 8,5x EV/EBITDA 2022e (en línea con los grandes grupos de media y publicidad). Lo que en sí mismo explica el título de este informe: Mucho más que un "fortín".

## Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-3,8	3,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	0,4	7,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-1,8	4,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-1,0	1,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-2,6	0,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## LLYC es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

## Conclusiones

### LLYC: Un negocio defensivo... con crecimiento orgánico de c.10% (!)

Fundada en 1995, LLYC (anteriormente denominada como Llorente y Cuenca) ha logrado posicionarse como un referente en el sector de la consultoría de comunicación y asuntos públicos a nivel global (dentro del Top 50 según PRWeek y PProvoke), con una posición de liderazgo en sus principales mercados: Top 1 en España por volumen de ingresos (c. 42% s/Ingresos), México, Argentina, Perú, Panamá y Ecuador. LLYC se incorpora a BME Growth en julio de 2021.

El comportamiento de LLYC a lo largo de los últimos 5 años ha sido excepcional desde un punto de vista estricto de generación de negocio y rentabilidad. Ahora la pregunta es solo una: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? Contestar esa pregunta exige un mínimo análisis de lo ocurrido durante período 2016-2020.

El comportamiento de LLYC a lo largo de los últimos 5 años ha sido excepcional desde un punto de vista estricto de generación de negocio y rentabilidad. Ahora la pregunta es solo una: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? Contestar esa pregunta exige un mínimo análisis de lo ocurrido durante período 2016-2020. Y nos permitirá concretar el "equity story" de LLYC.

#### A) 2016-2020: Un negocio en crecimiento (Ingresos 2016-2019: +11,8% TACC) y también defensivo (+6,8% TACC 2016-2020: pese al impacto Covid-19)

El modelo de negocio de LLYC como proveedor integral de servicios de consultoría de comunicación (con capacidades en creatividad y tecnología; una fortaleza frente a los grandes operadores del sector de la comunicación) le ha permitido mantener crecimientos de doble dígito en ingresos durante el período 2016-2019 (+11,8% TACC). Unos niveles de crecimiento muy por encima de la "macro" y de su propio sector. Un diferencial que se mantuvo también en 2020, un año marcado por el impacto del Covid-19 (Ingresos LLYC 2020: -7,2% vs c. -10% del sector y -10,8% del PIB en España, su principal mercado). En concreto, el período 2016-2020 se habría caracterizado por:

- **Un negocio en crecimiento (Ingresos: +6,8% TACC 2016-2020)...** y que en nuestra opinión se explica esencialmente por: (i) la diversificación de su negocio tanto por geografía como por oferta de servicios (con foco en servicios digitales, que permiten el acceso a proyectos de mayor presupuesto), (ii) con una sólida base de ingresos recurrentes (c. 55% en 2020) con contratos a largo plazo que se renuevan periódicamente y actúan como "red de seguridad" a la hora de enfrentar un ciclo económico adverso y (iii) todo ello "empujado" por una estrategia de crecimiento inorgánico (con 3 adquisiciones durante el período 2016-2020, que aportaron a LLYC c. EUR 2Mn; c. 20% del crecimiento del período).
- **... con unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 20%).** Una fortaleza clara de LLYC son sus márgenes. Durante el período 2016-2020 LLYC consolida un margen EBITDA Recurrente de c. 20% (18,9% en 2020; -2 p.p. vs 2019). Unos márgenes que se encontrarían en línea con los obtenidos por los grandes grupos de Media y Publicidad cotizados (ver anexo 4) y superiores al de sus comparables más directos (SEC Newgate: Mg. EBITDA < 15%).

En términos de rentabilidad sobre el capital empleado, durante el período 2016-2020, LLYC mantiene un ROCE medio de c. 25%. La relación ROCE-WACC 2020 (23,5% vs 10,6%) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara (más aún si tomamos como referencia los niveles de ROCE pre Covid-19: c. 30%).

- **Y gran generación de caja (estructuralmente en posición de caja neta).** En media, durante el período 2017-2020 LLYC habría transformado en FCF Rec. c. 35% del EBITDA, esencialmente como resultado de: (i) un negocio poco intensivo en capital circulante y (ii) muy ligero de activos (Capex/Vtas c. 4%). Una generación de caja que no sólo permite a LLYC autofinanciar su actividad M&A, sino que le permite incrementar su Caja Neta hasta EUR 8,1Mn 2020 (vs EUR 4,6Mn en 2016).

La "foto" de partida es impecable. La idea básica es la de una compañía que aporta defensividad no exenta de crecimiento (los números 2016-2020 explican con sencillez lo ocurrido). Ahora hay que preguntarse qué se puede esperar de LLYC en su futuro más próximo (2021e-2023e). Y cómo se comportará en un contexto macro como el actual (marcado por un repunte de la inflación).

Un proveedor de consultoría de comunicación referente en el sector (Top 1 en España) ...

... en crecimiento (Ingresos: +6,8% TACC 2016-2020) y con unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 20%)

Con Ingresos y EBITDA 2020 de EUR 44,7Mn y EUR 8,4Mn, respectivamente

Y que ha mantenido estructuralmente posiciones de caja neta (EUR 8,1Mn en 2020)

Un modelo de negocio validado y con carácter defensivo

**B) 2020-2023e: Y ahora, ¿qué? Fuerte crecimiento en ingresos (aupado en el M&A), con bajo perfil de riesgo. EBITDA 2020-2023e: +27,9% TACC (Mg. EBITDA c. 20%)**

Tras el parón de 2020 (Ingresos 2020: -7,2%; por el impacto del Covid-19), los resultados del 1S21 (Ingresos: EUR 25,7Mn; +15,6% vs 1S20 y +11% vs 1S19) evidencian una recuperación de los niveles de crecimiento. Aunque aún no reflejan el impacto de las 3 adquisiciones realizadas en 2021: Apache (adquirida en mayo), China Partners (julio) y Beso (septiembre); tres operaciones corporativas de calado que debieran aportar unos ingresos proforma de c. EUR 24Mn (¡55% de los ingresos generados en 2020!). Y reforzaran el posicionamiento de LLYC en marketing digital, creatividad y tecnologías aplicadas a la consultoría de comunicación.

2020-2023e: Ingresos y EBITDA +25,7% y 27,9% TACC, respectivamente (aupados por el M&A) ...

**¿Cuál es el escenario central que hay detrás de nuestras proyecciones 2021e-2023e?** Nuestros números contemplan unos ingresos de c. EUR 62Mn (+38% vs 2020; explicado en gran parte por el M&A y por un crecimiento orgánico del 15,6%; Tabla 1) y niveles de EBITDA Rec. de EUR 12Mn (Mg. EBITDA Rec. del 19,5% vs c. 19% en 2020). Con una Deuda Neta (incluyendo pasivos M&A) de EUR 6,6Mn (DN/EBITDA c. 0,5x) esencialmente como consecuencia de las tres operaciones corporativas ejecutadas en 2021 por EUR 16,4Mn.

... lo que debiera llevar los Ingresos 2023e hasta c. EUR 90Mn. EBITDA de c. EUR 18Mn

**¿Y en 2023e?** A nuestro juicio LLYC se encuentra bien posicionada para seguir creciendo. En 2023e estimamos la consolidación de niveles de EBITDA Rec. de c. EUR 18Mn (Mg. EBITDA Rec. c. 20%), con facturación de c. EUR 90Mn (+25,7% TACC; +10,9% TACC 2020-20233 en términos orgánicos, en línea con el crecimiento registrado durante el período 2016-2019). Y capacidad de generar un Free Cash Flow de c. EUR 9,5Mn (54% s/EBITDA; FCF yield 2023e c. 7%). Con una vuelta a posiciones de caja neta "ya" desde 2022e (lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo en capacidad o vía M&A; un acelerador del crecimiento). Unos números (2023e) que hoy (diciembre 2021) cotizarían a un EV/EBITDA 2023e de c. 7,5x (vs cto. EBITDA 23e/22e del 12%) y PER 2023e 14x.

**Tabla 1. Principales magnitudes (2019-2023e)**

EUR Mn	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Total ingresos</b>	<b>48,2</b>	<b>44,7</b>	<b>61,7</b>	<b>82,3</b>	<b>88,9</b>
% Cto. Ingresos Orgánico	14,8%	-7,7%	15,6%	9,1%	8,0%
% Cto. Ingresos M&A	1,2%	0,6%	22,4%	24,2%	0,0%
% Cto. Total Ingresos	16,0%	-7,2%	38,0%	33,3%	8,0%
<b>Margen Bruto</b>	<b>40,9</b>	<b>38,1</b>	<b>50,8</b>	<b>66,0</b>	<b>71,7</b>
Margen Bruto (s/Ingresos)	85,0%	85,3%	82,3%	80,2%	80,7%
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>
EBITDA rec. / Ingresos	21,0%	18,9%	19,5%	19,2%	19,9%
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>
Free Cash Flow Yield (%)	3,6%	2,5%	3,2%	4,6%	7,1%
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>-7,3</b>	<b>-8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-9,0</b>

Y capacidad de mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 18% en el peor caso)

**¿Qué ocurriría si el crecimiento orgánico del negocio fuese inferior de lo esperado?** Un elevado porcentaje del crecimiento estimado en ingresos y EBITDA 2022e depende del crecimiento inorgánico ya ejecutado en 2021 (Tabla 1). Por lo que quizá lo más interesante sea la sensibilidad de nuestros "números" ante cambios en el nivel de crecimiento orgánico. En caso de una desaceleración del crecimiento orgánico hasta niveles del 5% en 2022e (Tabla 2; vs c. 9% de nuestro escenario central) estimamos niveles de ingresos en 2022e de EUR 78,9Mn y EBITDA de EUR 14,5Mn (Mg. EBITDA 18,4%). Y FCF por encima de EUR 5,5Mn (FCF yield c. 4%). Es decir, un recorte de nuestra hipótesis de crecimiento orgánico del 50% sólo produciría una reducción de c. 8% en términos de EBITDA Recurrente 2022e. Lo que en sí mismo define el equity story de LLYC: incluso en escenarios de bajo crecimiento, la capacidad de mantener la rentabilidad en EBITDA es elevada.

**Tabla 2. Análisis de sensibilidad de Ingresos, EBITDA y FCF ante cambios en el crecimiento orgánico**

EUR Mn	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Total ingresos</b>	<b>48,2</b>	<b>44,7</b>	<b>61,7</b>	<b>78,9</b>	<b>82,0</b>
% Cto. Ingresos Orgánico	14,8%	-7,7%	15,6%	4,6%	4,0%
% Cto. Ingresos M&A	1,2%	0,6%	22,4%	23,3%	0,0%
% Cto. Total Ingresos	16,0%	-7,2%	38,0%	27,9%	4,0%
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>
EBITDA rec. / Ingresos	21,0%	18,9%	19,5%	18,4%	18,5%
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>8,3</b>
Free Cash Flow Yield (%)	3,6%	2,5%	3,2%	4,3%	6,2%
<b>Var. vs escenario central</b>					
Total ingresos	0,0%	0,0%	0,0%	-4,1%	-7,7%
EBITDA recurrente	0,0%	0,0%	0,0%	-7,8%	-13,9%
Free Cash Flow Recurrente	0,0%	0,0%	0,0%	-6,6%	-13,0%

**C) En conclusión: una combinación casi-óptima de crecimiento y defensividad (es decir: bajo riesgo). Cotizando a c. 8,5x EV/EBITDA 2022e**

Lo anterior marca la tipología de compañía ante la que nos encontramos. Y define lo que es hoy LLYC: un negocio sin sobresaltos y atractivamente defensivo, que ha digerido históricamente el M&A sin “sustos” en márgenes (con > 10 adquisiciones en los últimos 10 años) y que ha mostrado una elevada capacidad de convertir EBITDA en caja (manteniendo en todo momento una estructura de balance poco apalancada).

Las operaciones corporativas ejecutadas en 2021 implicarán un importante “salto” en tamaño. Y explican en un porcentaje elevado nuestras estimaciones de crecimiento de EBITDA 2020-2023e (+27,9% TACC). Aunque para nosotros el verdadero equity story de LLYC no es el fuerte crecimiento esperado para el período 2020-2023e, sino los argumentos (creíbles) de defensividad que permitirán a LLYC “proteger” su negocio en el más largo plazo. Desde un punto de vista de evolución previsible del negocio, hoy LLYC puede ser vista como:

LLYC combina un negocio defensivo (diversificación, recurrencia de ingresos...)

- **Un negocio realmente defensivo...** Por 5 razones de peso:
  - i) Diversificación (no exposición a única línea de actividad): capacidad de aportar servicios en todas las fases del ciclo (salidas a bolsa, M&A, emisiones de deuda, reestructuraciones).
  - ii) Recurrencia de ingresos. los honorarios recurrentes representan un peso elevado en su mix de ingresos (c. 55%).
  - iii) Baja ciclicidad: en 2020, ingresos -7,8% (vs -10,8% PIB España: su mercado de referencia).
  - iv) Posición de liderazgo en España y capacidad de alcanzar ese mismo liderazgo en Latam. Lo que implica un riesgo comercial menor.
  - v) Flexibilidad en costes: caída de (“tan solo”) -2p.p. en margen EBITDA 2020.
- **... no exento de crecimiento (con capacidad de crecer de forma orgánica a ritmos del 8-10% anual).** Por varias razones: (i) buena posición competitiva (Top 1 España, Top 50 en el mundo), (ii) amplia cartera de servicios que hace factible la venta cruzada (no sólo entre geografías, sino también entre líneas de negocio), (iii) foco en el negocio digital (principal driver de crecimiento del sector) y (iv) acceso a clientes cada vez más grandes y proyectos de mayor presupuesto. Sin olvidar la oportunidad de crecimiento que se abre en EE.UU. (principal mercado de consultoría de comunicación) donde LLYC hoy solo genera c. 4% de sus ingresos.
- **Con resortes para mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 20%).** La buena posición competitiva de la compañía le permite trasladar a sus precios los incrementos en costes. Lo que debiera permitir a LLYC atravesar un contexto macro como el actual (marcado por un repunte de la inflación) sin “estresar” sus márgenes.
- **Alta capacidad de conversión de EBITDA en caja (FCF yield 2023e c. 7%).** El modelo de negocio de LLYC es poco intensivo en capital y Capital Circulante. Lo que se traduce en una elevada capacidad de convertir EBITDA en caja (c. 50% del EBITDA 2023e).
- **Y buena posición para seguir creciendo vía M&A.** Estimamos una vuelta a niveles de caja neta “ya” en 2022e: una estructura de balance favorable que ofrece margen para seguir buscando oportunidades de crecimiento no orgánico (en una industria muy fragmentada y con tendencia a la concentración; en España c. 58% de los ingresos del sector en 2020 procedió de compañías < EUR 6Mn de facturación). La relación entre su tamaño (líder) y su nivel de apalancamiento (muy bajo), es óptima para acceder a crecimiento no orgánico.

Y con capacidad de mantener niveles de crecimiento orgánico de c. 10% anual

Sin estresar la rentabilidad (Mg. EBITDA c. 20%; en línea con el período 2016-2020)

Y una estructura de balance muy saneada (en posición de Caja Neta “ya” en 2022e)

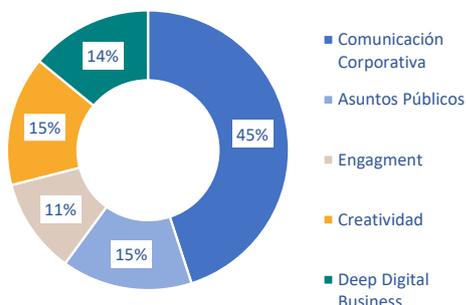
En definitiva, un negocio defensivo, no exento de crecimiento

Hoy nos encontramos ante un escenario macro en el que “a priori” la recuperación continuará, pero con menos impulso (por los shocks de oferta y su impacto en la inflación). Y ante este contexto, LLYC se presenta como una compañía con un modelo de negocio defensivo (diversificado, recurrente...) que podría ser visto como un auténtico “fortín”.

En definitiva, LLYC es una combinación de defensividad no exenta de crecimiento. Lo que en sí mismo explica el título de este informe: Mucho más que un “fortín”. Cotizando a c. 8,5x EV/EBITDA 2022e (frente a c. 8,5x de los grandes grupos de media y publicidad) y capacidad de generar un crecimiento orgánico de c. 8-10% anual (vs c. 3% de los grandes jugadores del sector).

## La compañía en 8 gráficos

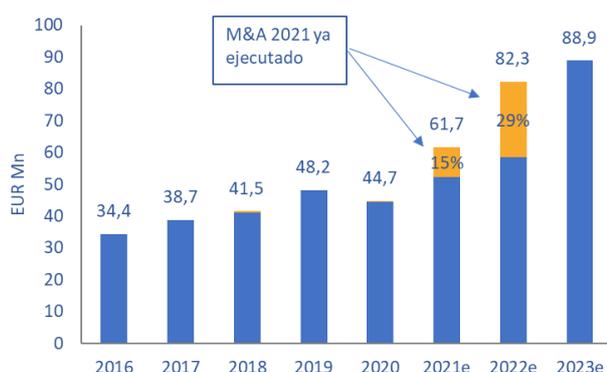
### Un negocio con un mix de ingresos bien diversificado...



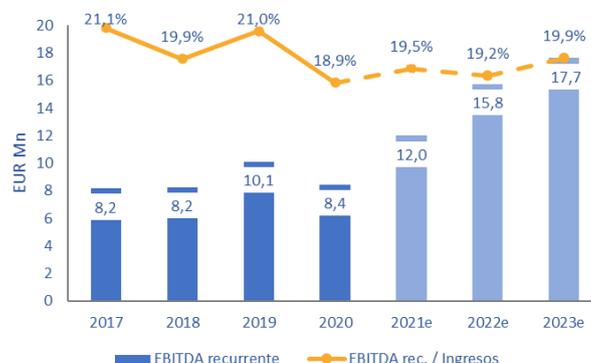
### ... Y presencia global (con alta exposición a Latam)



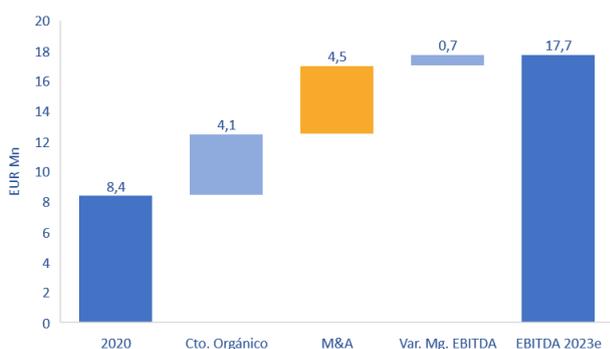
### Posicionado para seguir creciendo (Ingresos 2020-2023e: +25,7% TACC) ...



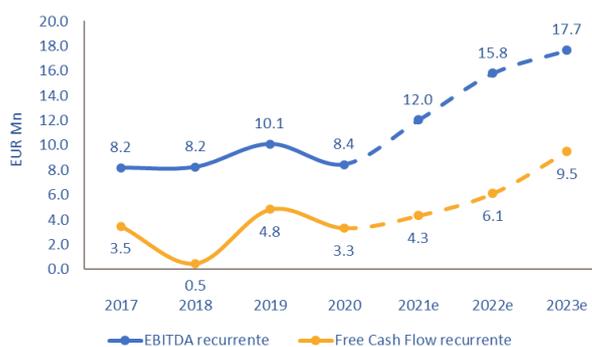
### ...sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad



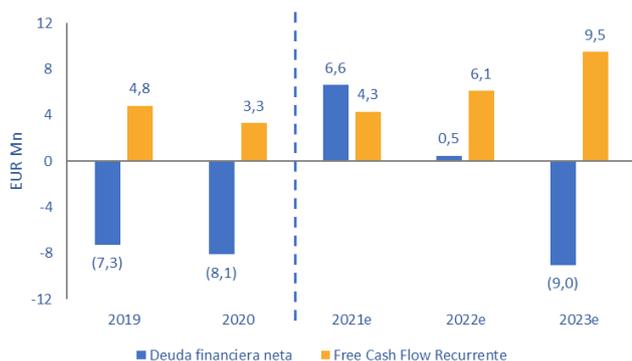
### EBITDA 2020-2023e: +27,9% TACC (aupado por el M&A ya ejecutado)



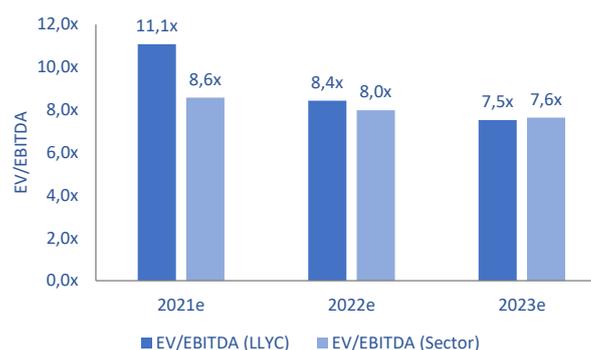
### Alta capacidad de generación de caja (FCF yield 2023e: c. 7%)



### Que permitirá una vuelta a niveles de Caja Neta "ya" en 2022e



### Cotizando a c. 8,5x EV/EBITDA 2022e



## Descripción del negocio

### Un negocio diversificado (proveedor integral de servicios de comunicación), rentable y con capacidad para seguir creciendo

Gráfico 1. Cto. Ingresos (2016 - 2020)



Nota: El tipo de cambio impacta en c. EUR -3Mn en los ingresos 2020.

Tabla 1. Principales consultoras de comunicación (España)

Ranking España	Ranking Global	Agencia	Honorarios 2019 (USD Mn)
1	47	LLYC	48
2	91	Atrevia	27
3	171	Marco	11
4	199	Apple Tree	8

Fuente: PProvoke, 2021.

LLYC es una compañía española (Mkt. Cap c. EUR 134Mn) de consultoría de comunicación que desarrolla su actividad en el campo de la comunicación corporativa, el marketing digital y los asuntos públicos; combinando los servicios más tradicionales de comunicación corporativa con capacidades de creatividad y tecnología. Con una posición de liderazgo tanto en España y Portugal (52% s/Ingresos 2020) como en Latam (c. 44% s/Ingresos). LLYC se encuentra entre las principales consultoras de comunicación a nivel global (Top 50 según PProvoke; Tabla 1), siendo Top 1 en España (c. 42% s/Ingresos), México, Argentina, Perú, Panamá y Ecuador.

Entre los principales proveedores de servicios de marketing y comunicación encontramos un amplio abanico de compañías, como son: (i) los grandes operadores en consultoría de comunicación (Edelman, BCW, Ketchum, MSL; muy fuertes en comunicación, aunque con menores capacidades en creatividad, marketing o tecnología) y (ii) las grandes agencias de publicidad cotizadas (WPP, Omnicom, Interpublic o Dentsu; aunque no especializadas en consultoría de comunicación, siendo esta un área relativamente limitada entre su amplia variedad de servicios). Si ponemos el foco en las consultoras de comunicación regionales, algunos ejemplos en Europa son Kreab, SEC Newgate (cotizada en el AIM de Londres) y Atrevia.

LLYC combina los servicios tradicionales de consultoría de comunicación con capacidades de creatividad, marketing y tecnología (una fortaleza frente a los grandes operadores del sector de la comunicación). Lo que permite a LLYC posicionarse como un proveedor integral de servicios de consultoría de comunicación, haciendo factible la venta cruzada (no sólo entre geografías, sino también entre líneas de negocio). Tras un crecimiento sostenido de doble dígito bajo en ingresos (apoyado en el crecimiento inorgánico; Tabla 2 en la página siguiente), LLYC alcanza unos ingresos de EUR 48,2Mn en 2019 (+11,8% TACC 2016-2019). Aunque este crecimiento se interrumpe "temporalmente" en 2020 como consecuencia del impacto del Covid-19 (Ingresos 2020: -7,2% vs 2019; c. -1% excluyendo el impacto por tipo de cambio).

Gráfico 2. Mix de ingresos por línea de negocio (2020)

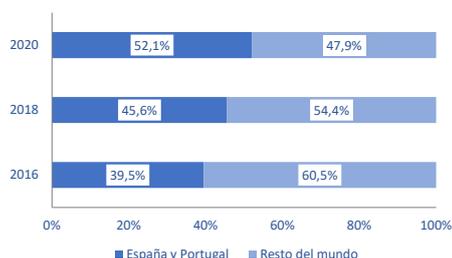


### Un modelo de negocio diferencial como proveedor integral de consultoría de comunicación (con capacidades en creatividad, marketing y tecnología)...

Con unos servicios de comunicación que son demandados por las principales áreas de dirección corporativas (Dirección General, Financiera, RRHH, Legal y Riesgos, Asuntos Públicos, Marketing...), LLYC desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio (comunicación corporativa, asuntos públicos y engagement) con el apoyo de dos estructuras transversales (estudio creativo y deep digital business). En concreto, destacamos:

- **Comunicación Corporativa (45% s/ingresos 2020):** Integra, entre otros, sus servicios de asesoramiento en: (i) operaciones corporativas (construcción de narrativas consistentes con la estrategia de cada compañía), (ii) relación con inversores (difundir propuesta de valor), (iii) crisis y riesgos o (iv) Responsabilidad Social Corporativa (RSC).
- **Asuntos Públicos (15% s/ingresos 2020):** Encargada de establecer y mantener una comunicación estable y fluida con las Administraciones Públicas y poderes públicos.
- **Engagement (11% s/ingresos 2020):** Servicios destinados a incrementar el compromiso que se establece entre cada marca y su audiencia (consumer engagement) o entre una compañía y sus profesionales (talent engagement).
- **Estudio creativo (15% s/Ingresos 2020):** Área encargada de crear y producir contenidos en cualquier formato, dando apoyo a todo el proceso creativo.
- **Deep Digital Business (14% s/Ingresos 2020):** Aporta a LLYC las capacidades necesarias para desarrollar e implementar tecnologías aplicadas a la consultoría de comunicación, con especialización en soluciones basadas en IA, deep learning, analítica de datos y marketing digital.

**Gráfico 3. Mix de ingresos por geografía (2016 - 2020)**



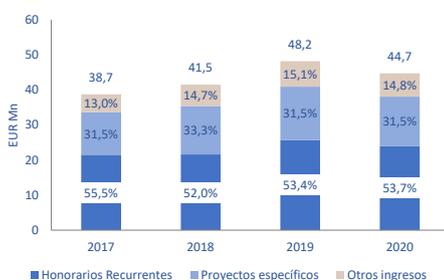
Nota: Resto del mundo incluye: (i) Latam (c. 44% s/Ingresos 2020) y (ii) EE.UU. (c. 4% s/Ingresos 2020).

**Gráfico 4. Cto. LLYC vs Stoxx Europe Media y los Grandes Grupos de Media (2016-2020)**



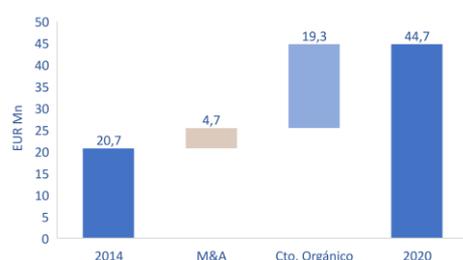
Nota: Grandes Grupos de Media incluye a: WPP, Omnicom, Publicis e Interpublic.

**Gráfico 5. Crecimiento de Ingresos por tipo de actividad (2017 - 2020)**



Nota: Otros ingresos corresponden a refacturaciones de LLYC a sus clientes por gastos y servicios de terceros.

**Gráfico 6. Impacto del M&A en el crecimiento en Ingresos (2014 - 2020)**



Nota: En términos proforma los ingresos por M&A adquiridos se incrementan hasta EUR 5,2Mn.

**... y presencia global (con alta exposición a emergentes: c. 44% s/Ingresos 2020)**

En la actualidad, los principales clientes de LLYC son grandes empresas (Telefónica, Repsol, Coca-Cola, AB InBev...) con presencia en los mercados de habla hispana o portuguesa. Lo que tiene un claro reflejo en el mix de ingresos: hoy c. 52% de sus ingresos tiene su origen en España y Portugal (Gráfico 3), generándose el 48% restante esencialmente en Latam (c. 44% s/Ingresos 2020), con una posición aún incipiente en EE.UU. (c. 4% s/Ingresos 2020; mercado en el que LLYC inicia su actividad en 2015 con la adquisición de EDF Communications). Y aunque se mantiene una sobreexposición a Latam, su peso sobre el mix de ingresos ha ido reduciéndose progresivamente (c. 60% s/Ingresos 2016 vs c. 44% actual) como resultado del mayor crecimiento obtenido en España y Portugal (+14,4% TACC 2016-2020 vs ingresos “planos” en Latam, debido al impacto del tipo de cambio).

LLYC cuenta con presencia en 12 países con una fuerte presencia local en los mercados en los que opera (20 oficinas). En concreto, hoy se encuentra presente en España, Portugal, México, República Dominicana, Panamá, Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Brasil, Argentina y EE.UU.

**Un negocio en crecimiento (Ingresos 2016-2019: +11,8% TACC)...**

Durante el período 2016-2019, LLYC mantiene un crecimiento en ingresos de doble dígito bajo (+11,8% TACC 2016-2019). Un ritmo de crecimiento que, pese a la lógica contracción de ingresos de 2020 como resultado del impacto del Covid-19 (-7,2% vs 2019), se sitúa por encima de los niveles de crecimiento alcanzados tanto por el índice Stoxx Europe Media, como por los grandes grupos de Media y Publicidad cotizados (Gráfico 4). Un crecimiento que en nuestra opinión se explica esencialmente por:

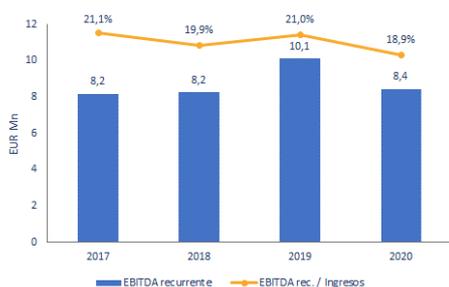
- 1) Un negocio diversificado...** que integra una gama completa de servicios de comunicación (presentes en todas las fases del ciclo económico: salidas a bolsa, M&A, emisiones de deuda, reestructuraciones...) con el foco en servicios digitales (que permite el acceso a proyectos de mayor presupuesto). Además, LLYC cuenta con una cartera de clientes muy diversificada (Top 20: 18% s/Ingresos 2020; un porcentaje que se ha mantenido estable durante los últimos años).
- 2) ... apoyado sobre una sólida base de ingresos recurrentes (53,7% s/Ingresos 2020),** con contratos a largo plazo que se renuevan periódicamente y actúan como “red” a la hora de enfrentar un ciclo económico adverso (Ingresos 2020: -7,2%; Gráfico 5). Lo que en sí mismo es un argumento de defensividad.
- 3) Y, todo ello, “empujado” por una estrategia de crecimiento inorgánico.** La entrada en 2015 en el capital de LLYC del private equity MBO (con una inversión de EUR 6,3Mn) acelera la estrategia de crecimiento inorgánico. Lo que permite la entrada a nuevos mercados (la entrada en EE.UU. en 2015 es un ejemplo) y reforzar su cartera de servicios (integrando, entre otros, nuevas capacidades tecnológicas y creativas).

Durante 2015-2020, la adquisición de 6 compañías aporta a LLYC unos ingresos proforma de EUR 5,2Mn (c. 20% del crecimiento 2014-2020; Gráfico 6). Una estrategia de crecimiento inorgánico que no habría cesado: en 2021 LLYC adquiere 3 compañías (Apache, China Partners y Beso) por EUR 16,4Mn (Tabla 2), que le aportarán unos ingresos proforma de c. EUR 24Mn (¡55% de los ingresos generados en 2020!) y reforzarán sus capacidades en marketing digital, creatividad y deep digital business (tecnologías aplicadas a la consultoría de comunicación).

**Tabla 2. Actividad M&A (2011 – 2021)**

Compañía adquirida	País	Fecha	Línea de negocio	Precio (EUR Mn)	% Stake	Ventas Proforma (EUR Mn)
Imago	Portugal	Junio 2011	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	1,3
CR Comunicaciones	Chile	Marzo 2014	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	0,2
Hermes	España	Mayo 2014	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	0,6
Impossible Tellers	España	Noviembre 2015	Creatividad	n.a	n.a	0,6
S/A Comunicação	Brasil	Noviembre 2015	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	0,6
EDF Communications	EE.UU.	Diciembre 2015	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	1,9
Arenalia	España	Junio 2018	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	1,0
Diplolicy	España	Enero 2020	Asuntos públicos	n.a	n.a	0,2
Factor C	Chile	Noviembre 2020	Consultoría de comunicación	n.a	n.a	0,8
Apache	España	Mayo 2021	Deep Digital Business	4,0	80%	6,1
China Partners	España	Julio 2021	Creatividad	5,2	70%	5,0
Beso	México	Septiembre 2021	Deep Digital Business	7,2	75%	12,7
<b>TOTAL</b>						<b>31,0</b>

**Gráfico 7. EBITDA y Mg. EBITDA (2017-2020)**



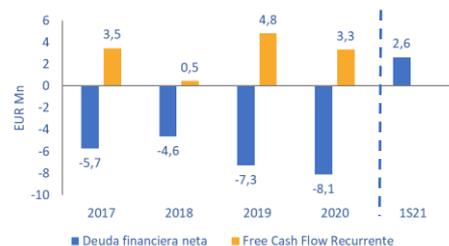
Nota: EBITDA Recurrente ajustado para incluir el impacto de la NIIF 16 desde 2017.

**Gráfico 10. ROCE vs WACC (2017-2020)**

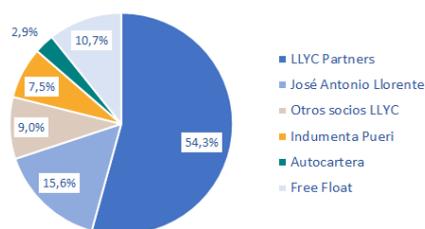


Nota: ROCE y WACC 2017-2020 calculados en base a fondos propios contables.

**Gráfico 11. Deuda Neta y FCF Rec. (2017 - 1S21)**



**Gráfico 12. Estructura accionarial**



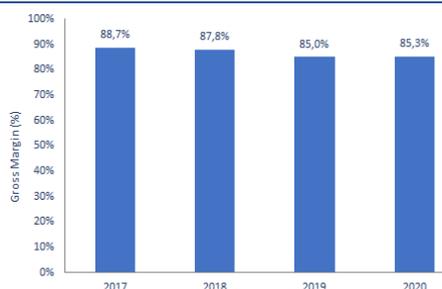
Otros socios LLYC incluye la participación directa de Alejandro Romero (5,2%), Luisa García (2,1%) y Adolfo Corujo (1,8%).

**... sin perder el “foco” en la rentabilidad (Mg. EBITDA Recurrente c. 20%)**

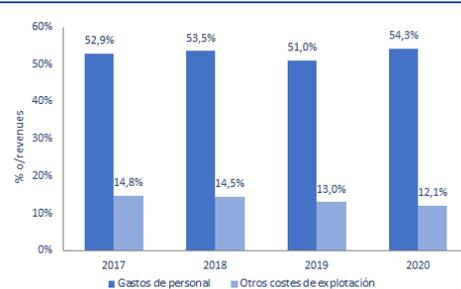
Durante el período 2017-2020 LLYC consolida niveles de margen bruto de c. 85%, (Gráfico 8) siendo el coste de ventas los gastos con terceros necesarios para el desarrollo de los servicios prestados (por ejemplo: alquiler de un local para la organización de un evento).

Por debajo de la línea de margen bruto nos encontramos ante una compañía muy intensiva en mano de obra, con una plantilla de 606 empleados a cierre de 2020 (>700 a fecha de este informe; vs 501 en 2016) que resultó en una ratio de gastos de personal sobre ingresos del 54,3% (vs 51% en 2019; Gráfico 9). No obstante, y pese al impacto del Covid-19 en 2020, LLYC habría consolidado un Mg. EBITDA Rec. de c. 20% durante el período 2017-2020 (Gráfico 7; en línea con el margen obtenido por los grandes grupos de Media y Publicidad cotizados, ver anexo 4).

**Gráfico 8. Margen bruto (2017-2020)**



**Gráfico 9. Costes de explotación (2017-2020)**



Lo anterior confirma que LLYC habría priorizado el crecimiento rentable: el crecimiento en ingresos entre 2017-2019 (+11,5% TACC) se traduce en un crecimiento en EBITDA Rec. del 11,2% TACC (apalancamiento operativo c. 1x). Y pese a la contracción del margen EBITDA Rec. en 2020, vemos capacidad de mejora; algo ya visible en los resultados 1S21 (Mg. EBITDA 1S21: c. 24%).

En términos de rentabilidad sobre el capital empleado, LLYC mantiene un ROCE medio del 25,4% durante el período 2017-2020 (Gráfico 10); pese a que en 2020 se contrae hasta el 23,5% (EBIT 2020: -25,3%). Pese a ello, la relación ROCE 2020 (23,5%) vs WACC 2020 (10,6%) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara (más aún si tomamos como referencia los niveles de ROCE pre Covid-19: c. 30%).

**Con una elevada capacidad de generación de caja (que ha permitido mantener una estructura de capital “hipersaneada”; pese al M&A)**

El modelo de negocio de LLYC genera abundante cash flow. Y los resultados 2017-2020 son prueba de ello: en media, LLYC habría transformado c. 35% del EBITDA acumulado en FCF Rec. (FCF Rec. generado entre 2017-2020: c. EUR 12Mn), esencialmente como resultado de: (i) un negocio poco intensivo en capital circulante (Circulante/Vtas de c. 12%) y (ii) poco intensivo en capital (CAPEX/Vtas de c. 4%).

Una generación de caja que no sólo habría permitido a LLYC autofinanciar su actividad M&A y revertir al accionista (EUR 2,4Mn y c. EUR 3,3Mn entre 2017-2020), sino que también habría permitido incrementar su posición de Caja Neta hasta EUR 8,1Mn en 2020 (vs EUR 4,6Mn en 2016). Aunque la recompra de la totalidad de participaciones que mantenía el private equity MBO en el capital de LLYC (abril 2021; c. EUR 12Mn) y la adquisición de Apache (marketing digital; EUR 4Mn) se traducen en una Deuda Neta a cierre del 1S21 de EUR 2,6Mn (Gráfico 11).

**Una compañía con c. 80% del capital en manos del equipo directivo: totalmente alineado con los minoritarios. Free Float 13,6%**

En abril de 2021 (pre IPO) el private equity MBO vende su participación (29,7%) a la propia compañía (quien posteriormente amortizó las participaciones adquiridas). Hoy, tras la salida a BME Growth (julio 2021; captación de capital de EUR 10Mn) el capital de LLYC se encuentra esencialmente en manos de su equipo directivo (78,9% s/capital; Gráfico 12), manteniendo José Antonio Llorente (fundador de la compañía y presidente ejecutivo y del Consejo) una participación directa del 15,6% (y del 24,1% de forma indirecta a través de LLYC Partners, Sociedad que agrupa la participación en LLYC de sus socios profesionales). Lo que implica una plena alineación de intereses del *management* con los accionistas minoritarios. Con presencia de inversor institucional (Indumenta Pueri: c. 7,5%). El Free Float se sitúa en el 10,7% (13,6% sumando la autocartera).

### En definitiva, una compañía que aporta defensividad (no exenta de crecimiento)

Desde un punto de vista estrictamente descriptivo, nos encontramos ante un modelo de negocio “diferencial” (proveedor integral de consultoría de comunicación con capacidades en creatividad, marketing y tecnología) que ha permitido a LLYC mantener un crecimiento sostenido y rentable durante los últimos años. Y consolidarse como un referente de su sector en sus principales mercados (Top 1 en España por volumen de facturación). En concreto, hoy LLYC es:

- **Una compañía en crecimiento (Ingresos 1S21: +15,6% vs 1S20; +11% vs 1S19)...** Y que presenta razones creíbles para que lo visto durante los últimos años continúe: (i) posición de referencia en sus principales mercados (España, Portugal y Latam), (ii) foco en tecnologías aplicadas a la consultoría de comunicación (especialización en soluciones basadas en analítica de datos y marketing digital) y (iii) capacidad para ampliar su presencia geográfica (negocio aún incipiente en EE.UU., principal mercado de consultoría de comunicación).
- **...que mantiene el “foco” en la rentabilidad (Mg. EBITDA 1S21: 24% vs 18% a cierre de 2020).** Estructura de costes muy engrasada (dominada esencialmente por los gastos de personal; c. 70% s/costes totales 2020). Y un bajo capital empleado que permite generar niveles de ROCE > 20%.
- **Con una estructura de balance muy sólida (DN/EBITDA 2021e < 1x). Y alta capacidad de conversión de EBITDA en caja.** Una posición objetivamente favorable para aprovechar oportunidades de crecimiento no orgánico, integrando pequeños jugadores con productos de nicho (en una industria muy fragmentada). Las adquisiciones realizadas en 2021 (Apache, China Partners y Beso) son un ejemplo.
- **Y un equipo directivo que controla c. 80% del capital.** Lo que “a priori” garantiza una plena alineación de intereses entre el *management* de la compañía y los minoritarios.

Lo anterior marca la tipología de compañía ante la que nos encontramos. Y define lo que es hoy LLYC: un negocio sin sobresaltos y atractivamente defensivo (diversificado tanto por tipología de ingresos como por geografía y cartera de clientes), que ha digerido M&A sin “sustos” en márgenes y que ha mostrado una elevada capacidad de convertir EBITDA en caja (manteniendo en todo momento una estructura de balance muy sólida).

La “foto” de partida es impecable. Y desde un punto de vista enormemente simplificador la idea básica es la de una compañía que aporta defensividad no exenta de crecimiento (lo visto durante los últimos cinco años es un ejemplo). Aunque el bajo apalancamiento operativo (c. 1x durante el período 2017-2019) “limita” la generación de EBITDA y FCF a un crecimiento similar al generado por los ingresos.

## Consultoría de comunicación: ¿un auténtico nicho “defensivo” dentro del sector media?

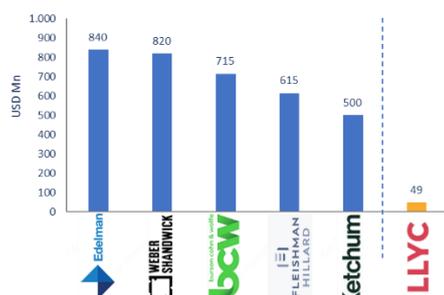
**Gráfico 13. Sector de Consultoría de Comunicación (tipología de compañías)**



Dentro del amplio sector media, y en el segmento de las relaciones públicas, encontramos un pequeño nicho, la consultoría de comunicación, en el que desarrolla su actividad LLYC, centrada en gestionar la relación de los clientes (mayoritaria, pero no exclusivamente, compañías) con sus “stakeholders”, ofreciendo soluciones específicas a cada empresa en el ámbito de la comunicación corporativa (comunicación financiera, asuntos públicos, crisis y riesgos).

Podemos segmentar la industria en base a la actividad de sus componentes (Gráfico 13). Las consultoras de comunicación globales (BCW, Edelman, Ketchum) tienen como principales ventajas el tamaño y el amplio abanico de servicios que prestan. A nivel regional, destacan operadores en Latinoamérica como son Newlink o Agora; en Europa SEC Newgate o Kreab por la alta gama de servicios de consultoría de comunicación. A su vez, las grandes agencias de publicidad (Omnicom, Publicis Groupe, Dentsu, WPP, Havas) también forman parte del mercado de consultoría de comunicación, centrando su actividad especialmente en la prestación de servicios de marketing y creatividad. LLYC se posiciona como una consultora de comunicación diversificada y con una alta gama de servicios. Desde un punto de vista sectorial, el sector de LLYC (consultoría de comunicación) debe verse como una actividad cubierta tanto por consultoras como por agencias de publicidad.

**Gráfico 14. Principales jugadores del sector por volumen de ingresos (2020)**



Nota: LLYC ocupa el puesto 47 de las 250 consultoras de comunicación líderes en el sector por volumen de ingresos (PProvoke, 2021).

### Un sector maduro (+2,4% TACC 2017-2019) y defensivo (+1,3% TACC 2017-2020) ...

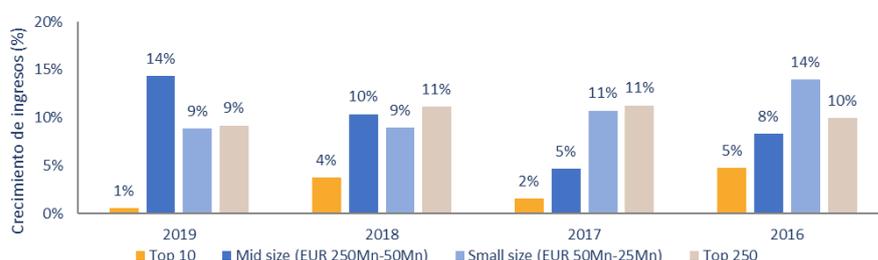
En el que se encuentran las cuatro grandes agencias de publicidad, comunicación y relaciones públicas cotizadas (Omnicom, Publicis Groupe, Interpublic y WPP) que son propietarias de grandes operadores de consultoría de comunicación como BCW, FleishmanHillard, Ketchum y MSL (Gráfico 14). Según PProvoke, en 2020 el mercado global de la consultoría de comunicación y relaciones públicas ascendió a USD 15,8Bn. En la industria global c. 33% del total de ingresos en 2020 lo generó el Top 10 de consultoras de comunicación (c. 29% correspondiente a las 4 grandes agencias). Si nos centramos en el mercado local (España), LLYC destaca como líder (Top 50 dentro del ranking global; Gráfico 14) seguida por las consultoras Kreab y Atrevia.

En 2020, y como consecuencia del impacto del Covid-19, la industria global de consultoría de comunicación y relaciones públicas se contrajo un -4% en facturación (a tipo de cambio constante) por primera vez en una década (PProvoke, 2021). Pese a ello, la caída en los ingresos del sector ha sido inferior a la estimada al principio de la pandemia y al de industrias adyacentes como la del marketing (-8,1% vs 2019; Ubuinternational, 2021) y la publicidad (con caídas de c. -15% en Europa). Lo que fortalece el argumento de la “defensividad” o baja ciclicidad de la consultoría de comunicación. Y, por tanto, su carácter de negocio de bajo riesgo.

### ... en el que el crecimiento de las pequeñas y medianas supera al de los grandes jugadores de la industria (con un crecimiento del +3,3% TACC 2017-2020)

Hasta el 2020, las consultoras de comunicación pequeñas (facturación USD 25-50Mn; grupo donde se habría encontrado LLYC hasta 2021) y medianas (facturación entre USD 50-250Mn) mostraron tasas de crecimiento medio anual elevadas (> 9%; Gráfico 15); superando ampliamente el crecimiento del Top 10 por volumen de facturación (< 5%).

**Gráfico 15. Cto. medio de ingresos del Top 250 Consultoras de Comunicación 2016-2019**



Fuente: PProvoke (2021) y elaboración propia.

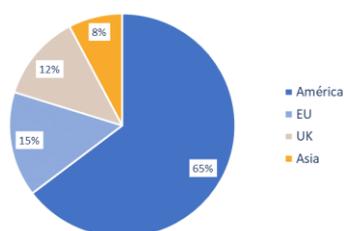
En términos constantes (excluyendo el impacto del tipo de cambio), la crisis provocada por el Covid 19 ha tenido un gran efecto en las consultoras medianas, provocando en 2020 una caída de su facturación del -8,1% (frente al crecimiento del +11,2% generado en 2019; PProvoke,2021). Y frente a la contracción de ingresos de LLYC del -7,2% en 2020. En este segmento destacó el crecimiento en 2020 de GCI Health (+28,1%), SEC Newgate (+21,2%; apoyado en el M&A) o la americana SKD Knickerbocker (+37,1%).

Si ponemos el foco en las consultoras más pequeñas, el impacto del Covid-19 se tradujo en una contracción de sus ingresos del -5,7% en 2020 (vs crecimiento del +10,9% en 2019). Dentro de este segmento, varias consultoras registraron un crecimiento significativo, como la alemana Farner Consulting (+36,3%), Hunter Public Relations (+30,5%) o POne (+27,9%).

Finalmente, el Top 10 de consultoras de comunicación han sido las que menos han sufrido el impacto de la pandemia, cerrando 2020 con unos ingresos totales de USD 5,3Bn (-4% vs 2019 en términos constantes; aunque apoyado en el M&A).

En conclusión, aunque las grandes consultoras de comunicación (Elderman, Weber Shandwick, BCW, Ketchum) han mostrado una mayor resistencia al impacto del Covid-19, las cuatro grandes agencias (Omnicom, Publicis Groupe, Interpublic y WPP) han continuado reduciendo su peso en facturación sobre el mercado global de la consultoría de comunicación y relaciones públicas hasta situarse por debajo del 30% en 2020 (vs 31% en 2018; pese a su intensa actividad M&A). Lo que “a priori” indica que el motor de crecimiento del sector son las consultoras medianas y pequeñas (segmento de compañías en el que se encontraría LLYC).

**Gráfico 16. Ingresos Top 250 compañías de Consultoría de Comunicación (2020)**



Fuente: PProvoke (2021).

### Un sector liderado por USA a nivel global...

En 2020, según los últimos datos publicados por PProvoke (2021), el ingreso por servicios de consultoría de comunicación en el mundo alcanzó un total de USD 15,8Bn, con EE.UU. como principal mercado global (c. 65% del mercado global), seguida de Europa (c. 15% del mercado en 2020); siendo Alemania (c.5% s/mercado global) el principal mercado en la Unión Europea.

En EE.UU. el mercado ha registrado tasas de crecimiento anual del +6,1% y +4,6% en 2018 y 2019, respectivamente. En 2020 sin embargo, el mercado estadounidense se contrajo un -1% (vs 2019), lo que lo mantiene como líder global (65% s/mercado global; Gráfico 16). Por su parte, en Reino Unido la facturación de las consultoras de comunicación (12% s/mercado global) se contrajo un -4% en 2020 (en términos constantes).

En la Unión Europea el impacto del Covid-19 se tradujo en una reducción del volumen de ingresos del 6,6% respecto a 2019. Alemania que venía posicionada como líder en crecimiento (+12% en 2019), en 2020 redujo facturación un -3,5%.

### ... y muy fragmentado (también en España)

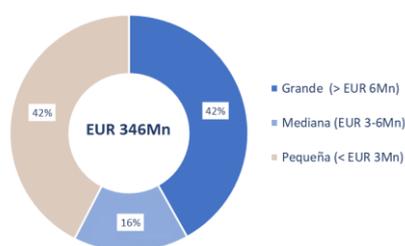
En línea con lo visto en el mercado global y según la ADC (Asociación de Consultoras de Comunicación), en España el sector de la consultoría de comunicación se contrajo un -2% en 2020 en volumen de ingresos respecto a 2019. Una contracción que compara muy positivamente tanto frente a la fuerte contracción de la inversión en marketing (-21% vs 2019) como de la inversión publicitaria (-18,1% según Infoadex) y del PIB (-9,9% vs 2019; Gráfico 17). Lo que fortalece el argumento de baja ciclicidad de la consultoría de comunicación.

**Gráfico 17. Mercado Español: Evolución Inversión en Marketing en España vs PIB**



Fuente: AME (Asociación de Marketing de España).

**Gráfico 18. Consultoría de Comunicación en España (2020)**

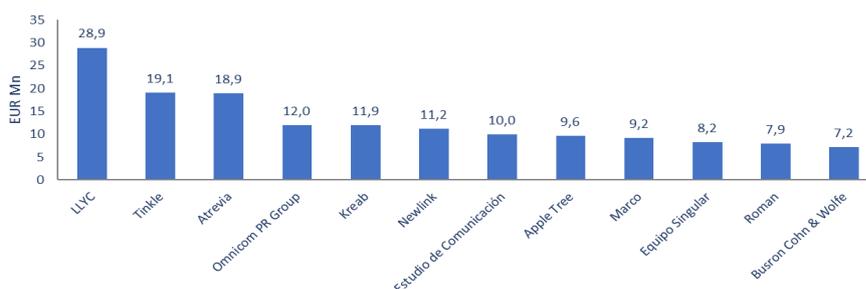


Fuente: ADC (Asociación de Consultoras de Comunicación).

En el mercado español la facturación del sector ascendió a EUR 346Mn en 2020. Las grandes consultoras (ingresos > EUR 6Mn) suponen el 42% del mercado (en línea con 2019; Gráfico 18). La facturación media de las consultoras de comunicación españolas en 2020 ascendió a EUR 3,8Mn (y el 58% de la facturación lo generaron compañías con < EUR 6Mn de ingresos anuales; lo que ofrece una idea del nivel de fragmentación del sector en España).

En España, LLYC es líder, con c. EUR 20Mn de ingresos en 2020 (c. 6% de cuota 2019). Y seguida de Tinkle y Atrevia encabezan la clasificación de las consultoras por volumen de facturación en 2019 (acumulando una cuota de mercado total del 18,9%; Gráfico 19).

**Gráfico 19. Ingresos en España Consultoras de Comunicación Grandes (> EUR 6Mn) en 2019**



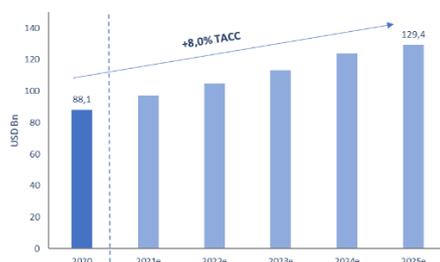
Fuente: Dircom (con datos del Registro Mercantil).

### La transformación digital: “clave” también en la comunicación

Según la ADC (Asociación de Consultoras de Comunicación), la transformación digital va a generar importantes cambios en la consultoría de comunicación, como son: (i) la decadencia de los medios tradicionales frente a los digitales, en los que las consultoras tendrán que adaptar los mensajes para incluir un mayor contenido multimedia según la situación, (ii) el impacto del Big Data en la capacidad de medir y cuantificar impactos y optimizar procesos y (iii) la inteligencia artificial, que jugará un papel fundamental en la automatización de las interacciones entre el usuario final y las empresas (por ejemplo: asistentes de voz, chatbots...).

En definitiva, la transformación digital es una tendencia imparable. Y lo anterior fortalece el argumento de que el sector de la consultoría de comunicación no es ajeno a ello. Hoy, el auge de las nuevas tecnologías se presenta tanto como una oportunidad (para las compañías que consigan adaptar sus servicios a este nuevo entorno) como un riesgo de quedarse atrás.

**Gráfico 20. Crecimiento del mercado global de las relaciones públicas (2020-2025e)**



Fuente: The Business Research Company (enero, 2021).

### En conclusión: un mercado en crecimiento a nivel global (+8% TACC 2020-2025e), empujado por tecnologías aplicadas y creación de contenidos digitales

Según el informe de The Business Research Company (2021), el tamaño del mercado global de relaciones públicas (donde se encuentra el nicho de la consultoría de comunicación) ascendió a USD 88Bn en 2020 (incluyendo la facturación total de las agencias de publicidad).

Para el período 2020-2025e, el informe de The Business Research Company estima un crecimiento del +8% TACC hasta alcanzar un volumen total de USD 129,4Bn (Gráfico 20). Aunque dentro de la industria de las relaciones públicas encontramos segmentos de mayor crecimiento, como: (i) tecnologías aplicadas e inteligencia artificial (se espera alcanzar los USD 11Bn en 2026e; +14,6% TACC 2019-2026e según Verified Market Research) y (ii) contenidos digitales (se estima un valor de USD 38Bn en 2030; +12% TACC 2019-2030e según Insight Slice).

En definitiva, el sector de consultoría de comunicación vendría caracterizado por:

- Fuerte atomización y un caldo de cultivo favorable al M&A y al desarrollo de “nichos rentables” (caso de LLYC).
- Baja ciclicidad o perfil “defensivo”, que capacita al sector para comportarse bien en momentos de ciclo macro negativo o de bajo crecimiento. Lo que se hizo patente en 2020. Sector de bajo perfil de riesgo.
- Gran Oportunidad/Riesgo en el impacto de las nuevas tecnologías y la digitalización.

## Análisis financiero

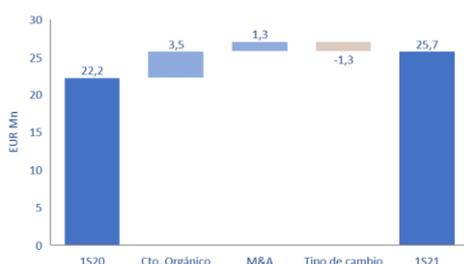
### Alto crecimiento (aupado por el M&A), con bajo perfil de riesgo. EBITDA 2020-2023e: +29% TACC (Mg. EBITDA c. 20%)

**Gráfico 21. Ingresos (2016-2023e)**



Nota: Estimamos que las operaciones corporativas ejecutadas en 2021 aporten c. EUR 10Mn en 2021e (c. EUR 24Mn en 2022e fruto de la consolidación del año completo).

**Gráfico 22. Crecimiento Ingresos (1S21)**



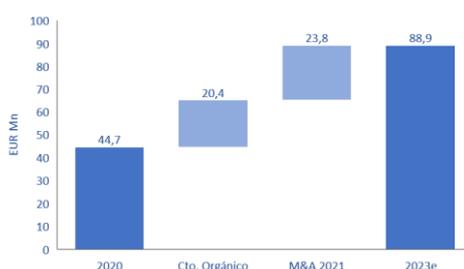
El modelo de negocio de LLYC como proveedor integral de servicios de consultoría de comunicación (con capacidades en creatividad, marketing y tecnología) le ha permitido mantener crecimientos de doble dígito en ingresos durante el período 2016-2019 (+11,8% TACC). Unos niveles de crecimiento “ajenos” a la evolución económica y a su propio sector (cto. grandes grupos de media y publicidad cotizados c. 3% durante el mismo periodo). Un diferencial que se mantuvo también en 2020, un año marcado por el impacto del Covid-19 (Ingresos LLYC 2020: -7,2% vs c. -10% del sector y -10,8% del PIB en España, su principal mercado).

Lo anterior permite a LLYC consolidar su buena posición competitiva, situándose entre las principales consultoras de comunicación a nivel global por volumen de ingresos (puesto 47 a nivel global en 2020 vs 57 en 2015). Siendo Top 1 en España (c. 42% s/Ingresos), México, Argentina, Perú, Panamá y Ecuador.

Los resultados 1S21 confirman la historia de crecimiento y rentabilidad de LLYC, con una recuperación del negocio que empuja sus ingresos un +15,6% vs 1S20 hasta EUR 25,7Mn (+11,6% en términos orgánicos; Gráfico 22) y +11% vs 1S19. Aunque siendo lo más destacable de los resultados 1S21 la evolución de sus márgenes: LLYC alcanza un margen EBITDA 1S21 del 23,7% (vs 19,5% del 1S20). Unos márgenes extraordinariamente altos que, pese a que consideramos que no son sostenibles en el corto plazo (por el M&A ejecutado en 2021; no visible en 1S21), dejan entrever la capacidad de LLYC de mejorar sus márgenes (post 2023e, cuando las compañías adquiridas en 2021 se encuentren completamente integradas en el negocio de LLYC).

Llegados a este punto, LLYC puede ser vista como una historia de crecimiento (rentable). Lo visto hasta ahora invita a reflexionar sobre tres cuestiones clave: (i) ¿los niveles de crecimiento vistos hasta ahora son proyectables en el largo plazo? (ii) ¿los niveles de rentabilidad podrían mantenerse en un escenario de alto crecimiento aupado por el M&A ejecutado en 2021? y (iii) ¿cuál es la capacidad de generación de caja del negocio?

**Gráfico 23. Impacto del M&A en el crecimiento de ingresos (2020-2023e)**



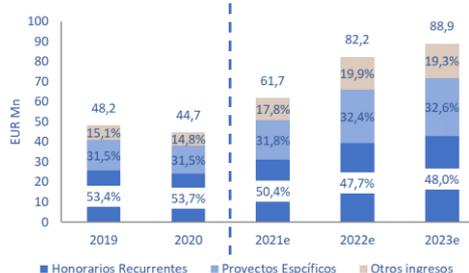
Nota: El crecimiento por M&A corresponde a los ingresos que estimamos que aporte Apache (EUR 6,1Mn), China (EUR 5Mn) y Beso (EUR 12,7Mn); todas ellas adquiridas en 2021.

### Fuerte crecimiento en ingresos (+25,7% TACC 2020-2023e), aupados por el M&A ya ejecutado en 2021 (c. 55% del crecimiento estimado para el período) ...

A nuestro juicio LLYC se encuentra bien posicionada para seguir creciendo. En concreto, el fuerte crecimiento de ingresos estimado para el período 2020-2023e se apoyará en:

- M&A ya ejecutado en 2021 (EUR 23,8Mn; c. 55% del crecimiento estimado).** En 2021 LLYC adquiere Apache (mayo), China (julio) y Beso (septiembre) con el objetivo de reforzar sus capacidades tecnológicas y creativas (lo que le permitirá incrementar la diferenciación de su oferta respecto a la comunicación tradicional). Tres transacciones que estimamos que debieran aportar “ya” en 2021e unos ingresos de c. EUR 10Mn. Aunque habrá que esperar hasta 2022e para ver su impacto total en ingresos, que estimamos en EUR 23,8Mn (c. ¡55% s/Ingresos 2020!; Gráfico 21), fruto de la entrada en el perímetro de consolidación del año completo de los negocios adquiridos.
- Crecimiento orgánico (+10,9% TACC 2020-2023e).** Estimamos que en 2021e el crecimiento orgánico del negocio se acelere hasta el +15,6% (vs +11,6% del 1S21) esencialmente como consecuencia de la recuperación de la demanda de servicios de comunicación corporativa tras el impacto del Covid-19. Más allá de 2021e, esperamos una desaceleración del crecimiento hasta el +9% en 2022e y el +8% en 2023e (en línea con el crecimiento esperado para la industria de consultoría de comunicación). A nuestro juicio, el negocio digital de LLYC (c. 14% s/Ingresos 2020) continuará jugando un papel fundamental como “acelerador” del crecimiento orgánico (al permitir ofrecer nuevas soluciones y participar en proyectos de mayor presupuesto).
- Y todo ello apoyado sobre una sólida base de ingresos recurrentes (c. 50% s/Ingresos 2023e),** que continuará aportando “defensividad” al negocio (Gráfico 24).

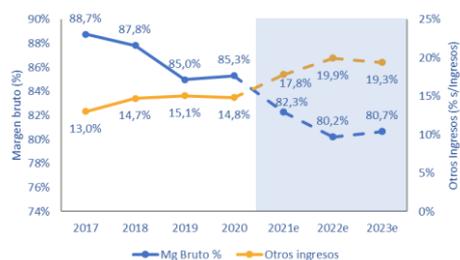
**Gráfico 24. Mix de ingresos (2019-2023e)**



El escenario que planteamos para el período 2020-2023e se traduce en un importante “salto” en tamaño, que debiera permitir a LLYC alcanzar niveles de ingresos de c. EUR 90Mn en 2023e (Gráfico 23 y 24; +25,7% TACC 2020-2023e). Un fuerte crecimiento explicado en un alto porcentaje por el no orgánico (> 50% del crecimiento esperado) y por niveles de crecimiento orgánico cercanos al 11% TACC 20-23e (ligeramente inferiores a los obtenidos por la compañía durante el período 2016-2019).

En este contexto, si tomamos como referencia el ranking elaborado por PProvoke (2021), el salto en tamaño estimado situaría a LLYC en 2023e dentro del Top 30 mundial por volumen de ingresos (frente al puesto 47 actual).

**Gráfico 25. Mg. Bruto vs otros ingresos (2019-2023e)**



... y pese a que el Mg. bruto continuará presionado (-5p.p. 2023e vs 2019), LLYC cuenta con capacidad para no estresar la rentabilidad en EBITDA (Mg. EBITDA c. 20%)

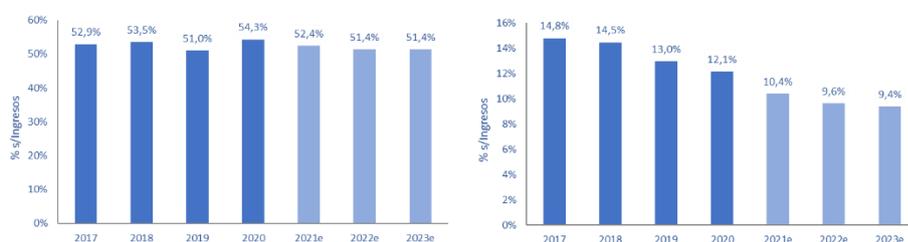
Durante el período 2017-2020 LLYC incrementa el peso de refacturaciones de servicios prestados por terceros en su mix de ingresos hasta c. 15% en 2020 (desde niveles del 13% en 2017). Lo que se traduce en una contracción del margen bruto de c. 3,5p.p. (85,3% en 2020 vs 88,7% en 2017; Gráfico 25).

Nuestras estimaciones consideran una continuidad de la contracción del margen bruto hasta el 82% en 2021e, haciendo un “suelo” en niveles del 80% en 2022e esencialmente por dos razones: (i) una continuidad del incremento de otros ingresos en el mix de ingresos (por la prestación de mayores servicios de terceros) y (ii) por la asimilación del M&A ejecutado en 2021 (tras la adquisición de compañías con mayores costes de intermediación y menor margen bruto).

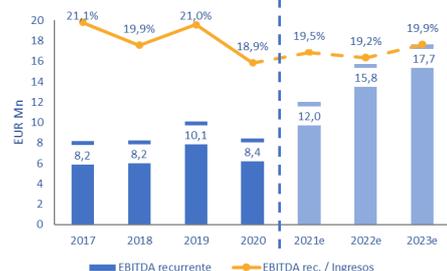
Dada la naturaleza del negocio de LLYC (compañía muy intensiva en mano de obra cualificada y escasa), no estimamos grandes economías de escala por debajo de la línea de margen bruto. Pero si consideramos que LLYC cuenta con resortes para mantener niveles de margen EBITDA cercanos al 20%. En concreto, estimamos:

- **Una vuelta del peso de los gastos de personal sobre ingresos hasta los niveles cercanos a los vistos en 2019.** Los gastos de personal son la principal partida de gastos de LLYC. Tras unos niveles “extraordinariamente” altos en 2020 (54,3% s/Ingresos) como consecuencia del impacto del Covid-19, estimamos cierta normalización ya a partir de 2021e (52,4%; en línea con el nivel visto en el 1S21; Gráfico 26) que debiera continuar en 2022e y 2023e.
- **Y capacidad de dilución de otros costes de explotación.** Dado el componente esencialmente fijo de esta partida estimamos cierta capacidad de dilución con el crecimiento de ingresos esperado. Como referencia, durante el 1S21 los otros costes de explotación se situaron en el 10,4% s/Ingresos (un importe similar al considerado en nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio 2021e; Gráfico 26).

**Gráfico 26. Gastos de personal y otros costes de explotación (% s/Ingresos 2017-2023e)**

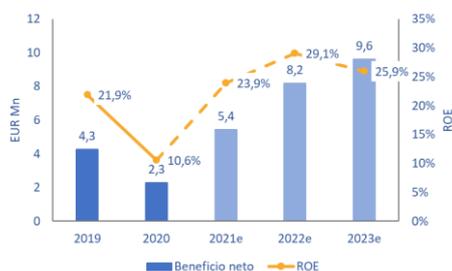


**Gráfico 27. EBITDA y Mg. EBITDA (2017-2023e)**



De este modo, el importante crecimiento de ingresos estimado para 2021e (+38%) debiera traducirse en uno muy similar en EBITDA Recurrente. Lo que en nuestras proyecciones financieras se resume en un EBITDA Recurrente 2021e de EUR 12Mn (margen EBITDA del 19,5%; Gráfico 27). En 2023e, momento en el que la fase de integración de las compañías adquiridas en 2021 debería estar completada, estimamos una ligera mejora de márgenes hasta el 20% y niveles de EBITDA Recurrente de c. EUR 18Mn (+27,9% TACC 2020-2023e; completamente en línea con el crecimiento de ingresos).

**Gráfico 28. Beneficio Neto vs ROE (2019-2023e)**

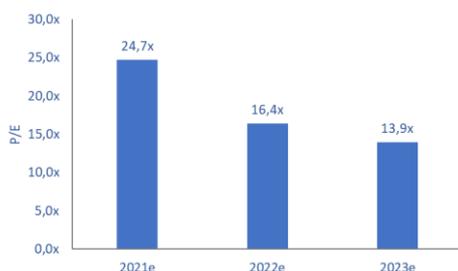


**Lo que debiera permitir un “despegue” en términos de Beneficio Neto (+61,7% TACC 2020-2023e). ROE 26%**

Por debajo de la línea de EBITDA, las principales partidas que consideran nuestras estimaciones para el período 2021e-2023e son:

- **Amortizaciones de EUR 1,1Mn/año (c. 9% s/activos netos)**, asociado esencialmente a la amortización de las reformas realizadas en las oficinas de LLYC.
- **Impacto de la NIIF 16 (EUR 1,5Mn/año)**. LLYC cuenta con todas sus oficinas en alquiler. Dado que no esperamos una apertura significativa de nuevas oficinas, para el período 2021e-2023e mantenemos un importe similar al visto en 2019 (EUR 1,5Mn).
- **Y una tasa fiscal de c. 30%**. Pese a que > 50% de los ingresos de LLYC se genera en España y Portugal (con tipos impositivos del 25% y 21%, respectivamente), su presencia en Latam y EE.UU. (con gravámenes de c. 30%) nos lleva a situar la tasa fiscal promedio de LLYC en el 30%.
- **Minoritarios**. En las 3 adquisiciones realizadas en 2021 LLYC mantiene una posición del 70-80% del capital. Consideramos que las compañías adquiridas generarán c. 15% del BN consolidado, lo que nos lleva a asumir que LLYC podrá retener c. 95% del Beneficio Después de Impuestos.

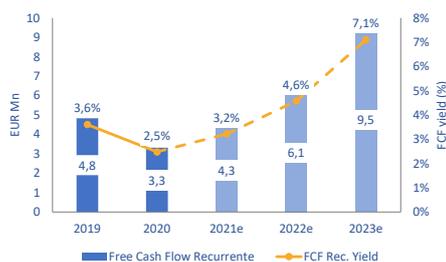
**Gráfico 29. PER (2021e-2023e)**



**Gráfico 30. EBITDA Recurrente y Free Cash Flow Recurrente (2017-2023e)**



**Gráfico 31. Free Cash Flow y FCF Rec. yield (2020-2023e)**



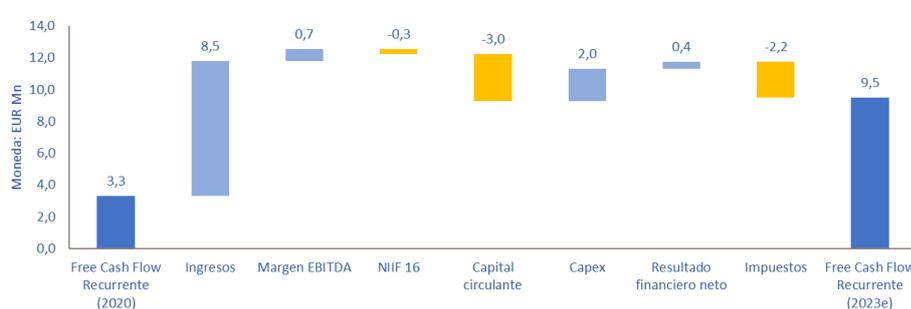
En este contexto, el crecimiento en EBITDA estimado se traducirá en un “despegue” del Beneficio Neto a partir de 2022e hasta alcanzar niveles de EUR 8Mn (vs EUR 4Mn en 2019; fruto del efecto perímetro de las compañías adquiridas en 2021).

**Free Cash Flow: el fuerte crecimiento en EBITDA acelerará la generación de caja (aunque en 2021e estará completamente marcada por el M&A) ...**

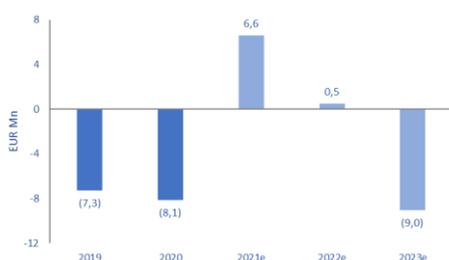
En términos de FCF Rec. nuestros números pivotan sobre: (i) impacto reducido por Capex (dada la naturaleza “ligera de activos” del negocio; c. EUR 1Mn anual) y (ii) cierta normalización del circulante/vtas (11,5% en 2023e vs 10,4% en 2020; aunque aún inferior al nivel 2019 de 14%).

El escenario que planteamos debiera permitir a LLYC generar un FCF Recurrente de EUR 4,3Mn en 2021e que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 9,5Mn en 2023e (FCF yield 2023e c. 7%; Gráfico 31). Aunque en 2021e el FCF continuará marcado por el M&A (ver analítica del cash flow en pág. 23): impacto de EUR 16,4Mn como resultado de la adquisición de Apache (EUR 4Mn), China (EUR 5,2Mn) y Beso (EUR 7,2Mn).

**Gráfico 33. Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020-2023e)**



**Gráfico 32. Deuda Neta (2019-2023e)**

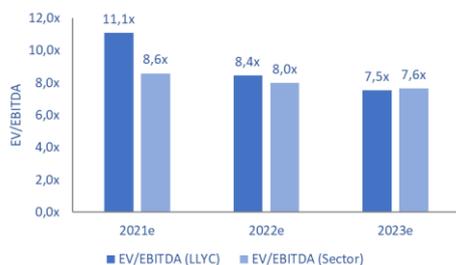


**... y permitirá una vuelta a niveles de Caja Neta “ya” en 2022e**

A cierre del 1S21 la Deuda Neta de LLYC se situó en EUR 2,6Mn. Y estimamos que se incremente en 2021e hasta EUR 6,6Mn (DN/EBITDA Rec. 2021e: 0,5x) esencialmente como consecuencia de las adquisiciones de China (julio 2021; EUR 5Mn) y Beso (septiembre 2021; EUR 12,7Mn).

Pese al importante esfuerzo inversor realizado en 2021e para ejecutar las 3 adquisiciones (importe total c. EUR 16,4Mn), estimamos que la elevada capacidad de generación de caja del negocio permitirá devolver a LLYC a posiciones de Caja Neta en 2022e. Lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A, un acelerador adicional del crecimiento (tomando como referencia el EBITDA 2022e y un límite teórico de DN/EBITDA de 2x, LLYC podría invertir en crecimiento no orgánico c. EUR 30Mn adicionales).

Gráfico 34. EV/EBITDA (LLYC vs sector)



**En conclusión: una combinación de defensividad y crecimiento (capacidad de crecer en ingresos al 8-10% anual de forma orgánica, manteniendo márgenes elevados)**

Hoy nos encontramos ante una compañía con buenas perspectivas de crecimiento y una estructura de balance muy sólida. Y aunque 2021e supondrá un auténtico punto de inflexión para LLYC, este no será visible en su totalidad hasta 2022e (momento en que las adquisiciones realizadas durante 2021 se encuentren completamente integradas en el P&L).

Nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 18Mn de EBITDA Recurrente en el período 2021e-2023e (Mg. EBITDA c. 20%), con facturación de c. EUR 90Mn (+25,7% TACC; estando c. 55% del crecimiento explicado por el M&A ya ejecutado). Y con capacidad de volver a niveles de caja neta “ya” en 2022e. En concreto, destacamos:

- **Un modelo de negocio muy diversificado, con cierto carácter defensivo...** LLYC cuenta con capacidad de aportar servicios en todas las fases del ciclo, lo que le permite comportarse mejor que la macro en momentos de ciclo en contra (lo ocurrido en 2020 es un ejemplo).
- **... no exento de crecimiento.** Por varias razones: (i) buena posición competitiva (Top 1 España, Top 50 en el mundo), (ii) amplia cartera de servicios que hace factible la venta cruzada (no sólo entre geografías, sino también entre líneas de negocio), (iii) foco en el negocio digital (principal driver de crecimiento del sector) y (iv) acceso a clientes cada vez más grandes y proyectos de mayor presupuesto.  
  
Sin olvidar la oportunidad de crecimiento que se abre en EE.UU. (principal mercado de consultoría de comunicación) donde LLYC hoy solo genera c. 4% de sus ingresos y la posibilidad de explotar la conexión EE.UU.-Latam (exposición a Latam de compañías de EE.UU.) desde la posición de liderazgo en comunicación de LLYC. Es decir, intuitivamente la posición de LLYC es de seguir creciendo a tasas cercanas al 10% anual.
- **Con resortes para mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA c. 20%).** La buena posición competitiva de la compañía (Top 1 en España) le permite trasladar a sus precios los incrementos en costes. Lo que debiera permitir a LLYC atravesar un período inflacionista como el actual sin “estresar” sus márgenes.
- **Alta capacidad de conversión de EBITDA en caja (FCF yield 2023e c. 7%).** El modelo de negocio de LLYC es poco intensivo en capital y WC. Lo que se traduce en una elevada capacidad de convertir EBITDA en caja (FCF yield 2023e c. 7%).
- **Y todo ello apoyado sobre una estructura de balance muy saneada (en posición de caja neta a partir de 2022e).** Una estructura de balance favorable que ofrece margen para seguir buscando oportunidades de crecimiento no orgánico (en una industria muy fragmentada con tendencia a la concentración).

En definitiva, hoy LLYC puede ser vista como una combinación de defensividad no exenta de crecimiento. Lo que otorga a su cuenta de resultados un menor perfil de riesgo frente a los grandes grupos de media y publicidad cotizados (inevitablemente cíclicos) y capacidad de generar un crecimiento orgánico de c. 8-10% anual (vs c. 3% de los grandes jugadores del sector).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(11,8)	6,5	9,7	178,8			
Market Cap	133,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	2,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,0%	3,4%	
Risk free rate (rf)	0,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
Coste del Equity	8,5%	Ke = Rf + (R * B)			7,2%	9,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	98,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	1,9%	D			=	=	
WACC	8,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,1%	9,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 21e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				21e-23e	21e	21e-23e	21e	21e-23e	21e	21e	21e-23e
WPP-GB	WPP-GB	15.098,3	14,5	13,1%	8,9	7,1%	1,6	3,3%	18,0%	4,0%	49,4%
Publicis	PUB-FR	14.627,0	11,8	4,5%	7,6	4,0%	1,7	3,4%	22,8%	6,5%	26,5%
Omnicom	OMC-US	13.434,7	11,5	5,2%	7,6	2,1%	1,3	2,1%	16,6%	11,0%	3,5%
Interpublic	IPG-US	12.753,9	14,1	3,0%	10,1	3,5%	1,9	4,0%	18,9%	7,5%	6,2%
<b>Media</b>			<b>13,0</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,6</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2%</b>	<b>19,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>21,4%</b>
FTI Consulting	FCN-US	4.554,2	22,4	12,3%	15,1	13,0%	2,0	5,6%	13,0%	4,4%	18,4%
Bluefocus Intelligent	300058-CN	3.835,5	32,8	19,4%	21,2	10,2%	0,5	24,0%	2,4%	12,7%	-43,5%
Next Fifteen	NFC-GB	1.356,5	23,1	8,8%	14,1	10,6%	3,4	7,5%	23,9%	4,3%	12,1%
Sec Newgate	SECN-GB	25,5	15,6	11,5%	4,6	-0,4%	0,6	2,8%	13,9%	n.a.	n.a.
Hopscotch Group	HOP-FR	23,1	18,2	75,4%	3,5	25,6%	0,2	8,0%	5,4%	n.a.	72,0%
<b>Agencias de Comunicación</b>			<b>22,4</b>	<b>25,5%</b>	<b>11,7</b>	<b>11,8%</b>	<b>1,3</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>14,8%</b>
LLYC	LLYC-ES	133,9	24,7	33,1%	11,1	24,7%	2,2	20,0%	18,4%	3,2%	65,7%

### Análisis de sensibilidad (2022e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	20,2%	16,6	8,0x
Central	19,2%	15,8	8,4x
Min	18,2%	14,9	8,9x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e			Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
	EBITDA 22e	1,3%	1,4%		1,5%	Max	Central
16,6	7,0	6,9	6,9	Max	5,3%	5,2%	5,1%
15,8	6,2	6,1	6,0	Central	4,6%	4,6%	4,5%
14,9	5,4	5,3	5,2	Min	4,0%	4,0%	3,9%

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Competencia y riesgo comercial:** Los negocios de elevados márgenes, como es el caso del negocio de LLYC (Margen EBITDA Recurrente 2021e c. 20%) atraen necesariamente a nuevos participantes al mercado, incrementando la competencia, y el riesgo comercial de pérdida de clientes y cuota. También con impactos posibles en márgenes por guerras de precios para retener clientes. Una desaceleración del crecimiento orgánico de ingresos hasta el 5% en 2022e (vs 9% estimado en términos orgánicos) implicaría una reducción del EBITDA del c. -8% hasta EUR 14,5Mn (vs EUR 15,8Mn de nuestro escenario central). Y del c.-7% en términos de FCF Recurrente.
- 2. Incremento del peso de servicios de terceros en el mix de ingresos.** Durante el período 2017-2020 LLYC incrementa el peso de las refacturaciones de servicios prestados por terceros en su mix de ingresos hasta c. 15% (desde niveles del 13% en 2017). Lo que se traduce en una contracción del margen bruto de c. 3,5p.p. (85,3% en 2020 vs 88,7% en 2017). El incremento continuado del peso de servicios prestados por terceros en el mix de ingresos puede implicar una pérdida de rentabilidad en términos de Mg. bruto.
- 3. Los gastos de personal crecen más de lo estimado.** Nuestras estimaciones consideran una vuelta del peso de los gastos de personal sobre ingresos hasta recuperar los niveles vistos en 2019 en 2022e (c. 51% vs c. 54% en 2020). Mantener unos gastos de personal de c. 53% s/Ingresos en 2022e (vs 51% estimado; en línea con 2019) reduciría el margen EBITDA 2022e hasta el 17,5% (vs 19,2% estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA 2022e estimado de c. 10%.
- 4. Exposición a emergentes (Latam):** La presencia de LLYC en Latam (44% s/ingresos en 2020) en países como Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Panamá, Perú, y República Dominicana supone en sí mismo un riesgo, en la medida en la que hay una sobreexposición a una región calificada como emergente. Aunque actúa como factor mitigante que el peso de países emergentes en el mix de ingresos haya ido reduciéndose desde niveles de c. 60% en 2016 hasta el 44% actual.
- 5. Riesgo divisa:** LLYC está expuesta a riesgo divisa tanto por las transacciones internacionales realizadas, como por la consolidación de filiales no Euro. Sin realizar coberturas que mitiguen su impacto en la parte baja del P&L (impacto diferencias de cambio en 2020: c. 7,5% s/EBIT). El aumento de la exposición a países ajenos a la Eurozona (48% de sus ingresos 2020), conllevará un mayor riesgo divisa (hoy concentrado en monedas como el peso mexicano, dólar americano, real brasileño, peso peruano, peso colombiano; c. 60% sobre la exposición total a divisa no euro de LLYC). No obstante, el incremento de la presencia de LLYC en EE.UU. (hoy c. 4% s/Ingresos y una de las principales palancas de crecimiento de la compañía) aumentará el peso en el mix de ingresos de monedas fuertes (como el USD).
- 6. M&A.** La creciente actividad corporativa, junto al interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento (en especial por aquellos con “foco” tecnológico) y las dinámicas específicas del sector Media/Comunicación, pueden conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra con riesgo de destrucción de valor y sobrecostes en adquisiciones (con posible impacto en márgenes). Pese al aumento “puntual” del endeudamiento como consecuencia de las adquisiciones realizadas durante 2021 (DN 2021e: EUR 6,6Mn), LLYC cuenta con una estructura de capital poco presionada (DN/EBITDA 2021e < 1x), lo que le concede margen para seguir buscando alternativas de crecimiento vía M&A. Lo que, en sí mismo, implica un riesgo teórico.

Aunque LLYC cuenta con una elevada experiencia en M&A (con más de 10 adquisiciones en los últimos 10 años; sólo en 2021 integran 3 nuevos negocios), sin “sustos” en márgenes (Mg. EBITDA estable en niveles de c. 20% durante el período 2017-2020) y siempre tratando de evitar adquisiciones a múltiplos que “apunten” a destrucción de valor.

7. **Disrupción tecnológica.** La comunicación se encuentra en una fase de constante evolución marcada por las nuevas tecnologías. Actualmente LLYC (y las compañías de su sector) actúan como puente entre empresas y destinatarios de la información. Desde un punto de vista muy teórico (y a muy largo plazo) la tecnología pudiera facilitar la desintermediación de las compañías a la hora de comunicarse con los demandantes de información (inversores, clientes, proveedores, empleados...). Lo que pudiera acabar constituyendo una amenaza a la actividad tradicional de las consultoras de comunicación tal y como hoy la conocemos.

## Gobierno corporativo

### Una compañía con c. 80% del capital en manos del equipo directivo: totalmente alineado con los minoritarios

**Tabla 3: Consejo de Administración**

Nombre	Categoría	Fecha	% Capital <sup>1</sup>
José Antonio Llorente	Ejecutivo	2021	39,7%
Alejandro Romero	Ejecutivo	2021	14,9%
Luisa García	Ejecutivo	2021	6,1%
Adolfo Corujo	Ejecutivo	2021	1,8%
Francisco Javier Sánchez	Ejecutivo	2021	1,0%
Mónica Vidal	Dominical	2021	0,0%
Elena González-Blanco	Independiente	2021	0,0%
Ana Busto	Independiente	2021	0,0%
Barrie Berg	Independiente	2021	0,0%
Juan Pablo Ocaña	Secretario no consejero	2021	0,0%
<b>Total</b>			<b>63,5%</b>

Nota: Incluyendo participación directa e indirecta.

Como consecuencia de la salida a bolsa de LLYC (julio 2021) se produce una renovación en el Consejo de Administración de la compañía. Hoy, el consejo de LLYC se compone de 9 miembros, de los que 5 son ejecutivos (55,6%), 1 dominical (11,1%) y 3 independientes (33,3%). El capital de LLYC se encuentra esencialmente en manos de su equipo directivo (78,9% s/capital) manteniendo José Antonio Llorente (fundador de la compañía y presidente ejecutivo y del Consejo) una participación directa del 15,6% (y del 24,1% de forma indirecta a través de LLYC Partners, Sociedad que agrupa la participación en LLYC de sus socios profesionales).

**Un Consejo de Administración renovado...** En junio 2021 LLYC renueva su Consejo, ampliándolo desde los 5 miembros de 2020 hasta los 9 de la actualidad (Tabla 3). Podemos decir que el consejo de LLYC cambia en dos direcciones: (i) se incrementa el peso de consejeros independientes (33,3% en 2021) y (ii) lo equilibra desde el punto de vista de género (hoy, el 55,6% del Consejo está compuesto por mujeres vs 25% en 2020 y c. 26% de la media española).

**Tabla 4: Principales Indicadores de Gobierno Corporativo**

KPI	2019	2020	2021
% de consejeros independientes	0,0%	0,0%	33,3%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	11,1%
% de consejeros ejecutivos	50,0%	50,0%	55,6%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	25,0%	55,6%
Remuneración del Consejo/gastos de personal (%)	3,8%	3,8%	n.a

**... y un equipo directivo plenamente alineado con los intereses de los minoritarios.** Entre los consejeros con participación en el capital de la compañía encontramos a José Antonio Llorente (Presidente Ejecutivo y Presidente del Consejo), Alejandro Romero (CEO Américas) Luisa García (CEO Europa) y Adolfo Corujo (Chief Strategy Officer); lo que contribuye a alinear los intereses del *management* de LLYC con los accionistas minoritarios.

**La retribución del Consejo de Administración se ha mantenido estable por debajo del 4% s/gastos de personal.** En 2020 la remuneración del Consejo de Administración (compuesto por 5 miembros frente a los 9 miembros de la actualidad) ascendió a EUR 0,9Mn (-2% vs 2019; c. 3,8% s/gastos de personal). Un importe que se ha mantenido estable durante el período 2017-2019 (EUR 0,9Mn; c. 3,8% s/gastos de personal). Tras el incremento de consejeros en 2021 estimamos que el peso de la remuneración del Consejo no supere el 4% del gasto de personal.

**Un equipo directivo con elevada experiencia en comunicación, asuntos públicos y marketing.** Y larga antigüedad en la compañía (25 años en el caso del presidente y más de 15 años en el caso de los principales ejecutivos).

**Gobernanza y sostenibilidad.** Además de publicar el Estado de Información No Financiera (EINF), LLYC cuenta con políticas explícitas de: (i) medio ambiente (objetivos de ahorro energético), (ii) compra responsable (incluyendo criterios ambientales en la selección de proveedores), (iii) anticorrupción (política de prevención de delitos, lucha contra la corrupción y el blanqueo de capitales) y (iv) relación con inversores. Adicionalmente, LLYC cuenta con un plan de igualdad (aunque sólo aplicable para la filial española y a fecha de este informe aún no ha sido aprobado por el Consejo de Administración).

**Descartamos el pago de dividendo (al menos durante 2022-2023e).** Pese a que durante el período 2017-2020 LLYC mantuvo un dividendo de EUR 0,6Mn/año (Pay-Out 26,4% en 2020). Dado el tamaño/momentum de la compañía, el principal foco de LLYC está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. El foco de atención (corto y medio plazo) es, por tanto, el de acelerar y rentabilizar el crecimiento del negocio (hoy no cuenta con una política explícita de reparto de dividendos). Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos dos años (2022e-2023e).

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
Inmovilizado inmaterial <sup>1</sup>	2,2	1,8	1,8	10,5	10,2	10,2	10,2	10,2		
Inmovilizado material	3,5	3,6	3,3	1,4	2,4	2,5	2,5	2,6		
Otros activos no corrientes	1,5	2,1	1,8	2,0	2,0	18,4	18,4	18,4		
Inmovilizado financiero	0,0	-	-	-	-	-	-	-		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,0	2,8	3,3	2,9	3,4	3,4	3,4	3,4		
Activo circulante	11,5	11,6	14,4	16,4	13,3	18,4	24,7	26,7		
<b>Total activo</b>	<b>21,7</b>	<b>22,0</b>	<b>24,6</b>	<b>33,2</b>	<b>31,2</b>	<b>52,8</b>	<b>59,1</b>	<b>61,1</b>		
Patrimonio neto	16,0	15,7	16,8	22,0	20,9	24,4	32,5	42,1		
Minoritarios	3,1	3,1	3,7	3,5	3,4	3,9	4,5	5,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,6	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros pasivos no corrientes <sup>1</sup>	-	-	-	5,3	6,2	6,2	6,2	6,2		
Deuda financiera neta	(4,6)	(5,7)	(4,6)	(7,3)	(8,1)	6,6	0,5	(9,0)		
Pasivo circulante	6,7	8,3	8,1	9,6	8,7	11,7	15,3	16,5		
<b>Total pasivo</b>	<b>21,7</b>	<b>22,0</b>	<b>24,6</b>	<b>33,2</b>	<b>31,2</b>	<b>52,8</b>	<b>59,1</b>	<b>61,1</b>		
<b>TACC</b>										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>Total Ingresos</b>	<b>34,4</b>	<b>38,7</b>	<b>41,5</b>	<b>48,2</b>	<b>44,7</b>	<b>61,7</b>	<b>82,3</b>	<b>88,9</b>	<b>6,8%</b>	<b>25,7%</b>
Cto. Total Ingresos	n.a.	12,5%	7,2%	16,0%	-7,2%	38,0%	33,3%	8,0%		
Coste de ventas <sup>1</sup>	-	(4,4)	(5,1)	(7,2)	(6,6)	(10,9)	(16,3)	(17,2)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>34,4</b>	<b>34,4</b>	<b>36,5</b>	<b>40,9</b>	<b>38,1</b>	<b>50,8</b>	<b>66,0</b>	<b>71,7</b>	<b>2,6%</b>	<b>23,4%</b>
Margen Bruto / Ingresos	100,0%	88,7%	87,8%	85,0%	85,3%	82,3%	80,2%	80,7%		
Gastos de personal	(19,2)	(20,5)	(22,2)	(24,6)	(24,3)	(32,3)	(42,3)	(45,7)		
Otros costes de explotación	(9,7)	(5,7)	(6,0)	(6,2)	(5,4)	(6,4)	(7,9)	(8,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>5,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>27,9%</b>
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	46,5%	0,9%	22,6%	-16,4%	42,2%	31,3%	12,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	16,2%	21,1%	19,9%	21,0%	18,9%	19,5%	19,2%	19,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>5,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>10,1</b>	<b>8,1</b>	<b>11,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>11,6%</b>	<b>29,5%</b>
Depreciación y provisiones	(1,4)	(1,5)	(1,7)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16) <sup>1</sup>	-	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(1,5)		
<b>EBIT</b>	<b>3,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>8,7</b>	<b>13,1</b>	<b>15,0</b>	<b>11,1%</b>	<b>37,2%</b>
Cto. EBIT	n.a.	34,7%	-9,2%	66,5%	-25,3%	49,9%	50,4%	14,5%		
EBIT / Ingresos	11,1%	13,3%	11,3%	16,2%	13,0%	14,1%	15,9%	16,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,1	(0,8)	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,4)	(0,5)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,1</b>	<b>8,3</b>	<b>12,6</b>	<b>14,8</b>	<b>7,0%</b>	<b>42,2%</b>
Cto. Beneficio ordinario	n.a.	11,5%	-3,7%	73,1%	-29,6%	62,4%	50,6%	17,6%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,1</b>	<b>8,3</b>	<b>12,6</b>	<b>14,8</b>	<b>7,0%</b>	<b>42,2%</b>
Impuestos	(1,7)	(2,3)	(1,6)	(2,2)	(2,2)	(2,5)	(3,8)	(4,4)		
Tasa fiscal efectiva	42,7%	53,4%	37,3%	29,9%	42,5%	30,0%	30,0%	30,0%		
Minoritarios	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,7)	(0,4)	(0,6)	(0,7)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>5,3%</b>	<b>61,7%</b>
Cto. Beneficio neto	n.a.	-19,5%	20,0%	138,7%	-46,6%	138,8%	50,6%	17,6%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>4,9%</b>	<b>45,3%</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	3,1%	-9,1%	76,8%	-26,9%	87,8%	39,0%	17,6%		
<b>TACC</b>										
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>27,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,5)	(1,5)	(1,5)		
Var. capital circulante						(2,1)	(2,6)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>8,4</b>	<b>11,6</b>	<b>15,3</b>	<b>87,8%</b>	<b>17,8%</b>
CAPEX						(1,2)	(1,2)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,5)	(0,2)		
Impuestos						(2,5)	(3,8)	(4,4)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>44,9%</b>	<b>42,0%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(16,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(12,7)</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>2,6%</b>	<b>n.a.</b>
Ampliaciones de capital						(2,0)	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>14,7</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(9,5)</b>		

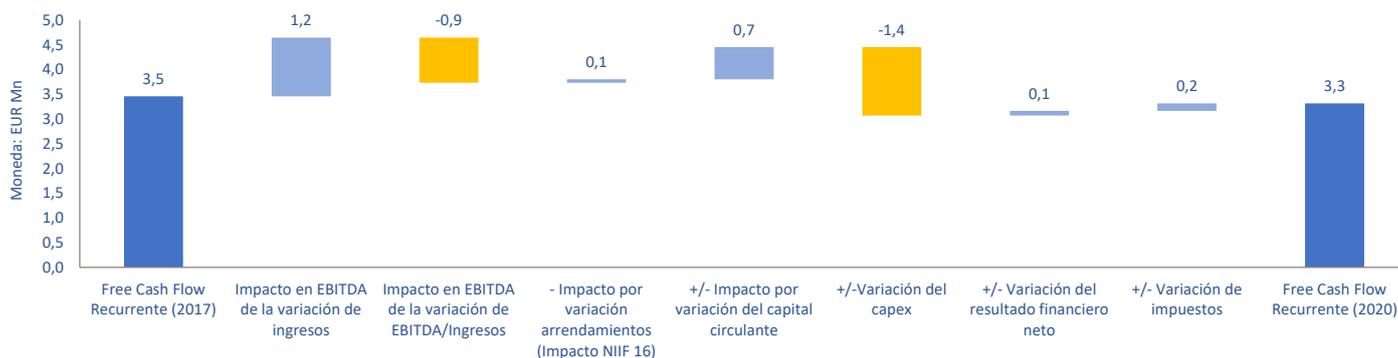
Nota 1: Datos históricos ajustados: (i) desglose del Mg. bruto desde 2017 (no disponible en 2016) y (ii) impacto de la NIIF 16 en P&L (no en balance, otros pasivos no corrientes) desde 2017.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

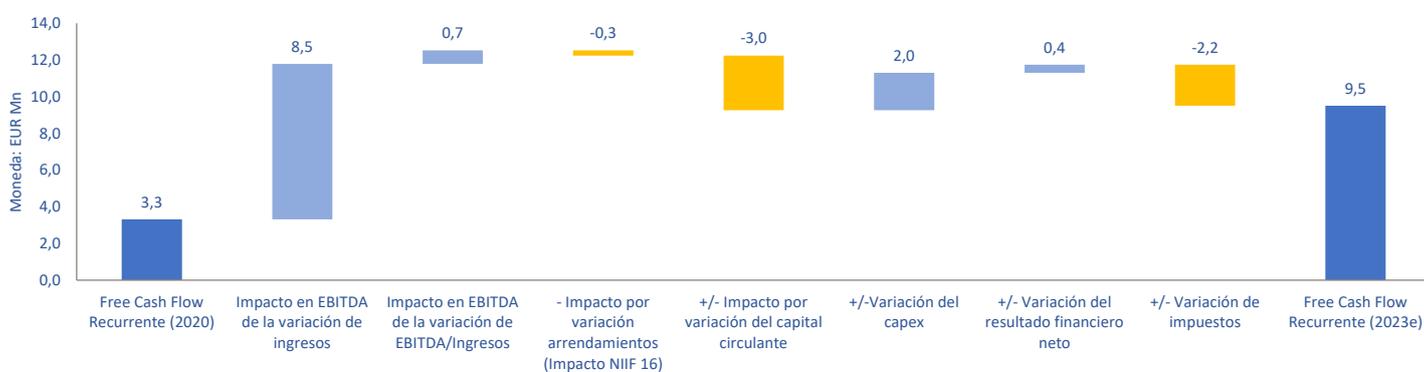
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>1,1%</b>	<b>27,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	46,5%	0,9%	22,6%	-16,4%	42,2%	31,3%	12,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	21,1%	19,9%	21,0%	18,9%	19,5%	19,2%	19,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(1,5)		
+/- Var. Capital circulante	1,5	(2,9)	(0,6)	2,2	(2,1)	(2,6)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>8,4</b>	<b>3,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>11,6</b>	<b>15,3</b>	<b>3,8%</b>	<b>17,8%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	-53,7%	106,6%	16,9%	-10,2%	37,7%	32,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	21,6%	9,4%	16,6%	21,0%	13,6%	14,1%	17,2%		
- CAPEX	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,8)	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,4)	(0,5)	(0,2)		
- Impuestos	(2,3)	(1,6)	(2,2)	(2,2)	(2,5)	(3,8)	(4,4)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>-1,4%</b>	<b>42,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	359,9%	-86,6%	938,8%	-31,3%	29,8%	42,2%	55,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	8,9%	1,1%	10,0%	7,4%	7,0%	7,4%	10,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,5)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	0,4	-	(2,2)	(16,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>4,8</b>	<b>0,8</b>	<b>(12,7)</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>-32,0%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	251,5%	-84,6%	<i>n.a.</i>	-82,6%	<i>n.a.</i>	148,2%	55,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,6%	0,3%	3,6%	2,5%	3,2%	4,6%	7,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,0%	0,3%	3,6%	0,6%	<i>n.a.</i>	4,6%	7,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	0,6	1,3	(0,7)	3,2	4,0	1,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,9	(0,5)	0,5	(0,9)	0,4	(0,2)	0,6		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>2,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>1,9</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(0,1)	(0,1)	0,3	(0,3)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	6,3	(4,5)	2,4	2,7	(4,2)	(0,6)	1,8		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>7,6</b>	<b>(4,5)</b>	<b>4,1</b>	<b>1,4</b>	<b>(1,0)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	(1,8)	0,4	0,9	(2,7)	2,0	0,1	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,8)	0,3	(0,0)	(0,2)	0,3	(0,2)	0,3		
+/- Variación de impuestos	(2,3)	0,8	(0,6)	(0,0)	(0,3)	(1,3)	(0,7)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>2,7</b>	<b>(3,0)</b>	<b>4,4</b>	<b>(1,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>8,7</b>	<b>13,1</b>	<b>15,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>37,2%</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	29,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,4)	(2,3)	(1,7)	(2,6)	(3,9)	(4,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>1,1%</b>	<b>27,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(1,5)		
+/- Var. Capital circulante	1,5	(2,9)	(0,6)	2,2	(2,1)	(2,6)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>8,4</b>	<b>3,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>11,6</b>	<b>15,3</b>	<b>3,8%</b>	<b>17,8%</b>
- CAPEX	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,4)	(2,3)	(1,7)	(2,6)	(3,9)	(4,5)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>	<b>9,7</b>	<b>-4,1%</b>	<b>29,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	-78,2%	372,3%	-14,2%	2,9%	42,4%	48,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	13,0%	2,6%	10,7%	9,9%	7,4%	7,9%	10,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	0,4	-	(2,2)	(16,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>4,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,2</b>	<b>2,3</b>	<b>(11,8)</b>	<b>6,5</b>	<b>9,7</b>	<b>-20,1%</b>	<b>62,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	-66,0%	243,2%	-56,4%	-623,9%	155,0%	48,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,8%	0,8%	3,9%	3,3%	3,4%	4,9%	7,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,3%	1,1%	3,9%	1,7%	<i>n.a.</i>	4,9%	7,3%		

Nota 1: Datos históricos ajustados: (i) desglose del Mg. bruto desde 2017 (no disponible en 2016) y (ii) impacto de la NIIF 16 en P&L (no en balance, otros pasivos no corrientes) desde 2017.

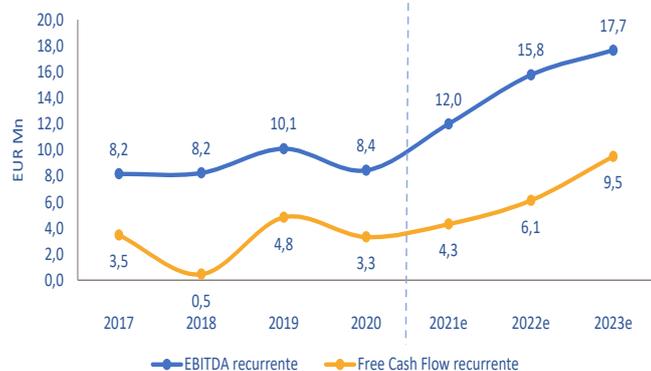
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2020)



### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



## Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	133,9	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	2,6	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 6m 2021
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(3,9)	Rdos. 6m 2021
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>132,9</b>	

(1) Importe correspondiente al valor de mercado de la autocartera.

## Anexo 4. Principales comparables 2021e

	Media					Agencias de Comunicación					Average	LLYC	
	EUR Mn	WPP-GB	Publicis	Omnicom	Interpublic	FTI Consulting	Bluefocus Intelligent	Next Fifteen	Sec Newgate	Hopscotch Group			
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	WPP-GB	PUB-FR	OMC-US	IPG-US		FCN-US	300058-CN	NFC-GB	SECN-GB	HOP-FR		LLYC-ES
	País	UK	France	USA	USA		USA	China	UK	Italy	France		Spain
	Market cap	15.098,3	14.627,0	13.434,7	12.753,9		4.554,2	3.835,5	1.356,5	25,5	23,1		133,9
	Enterprise value (EV)	19.682,6	17.944,8	15.726,0	15.306,8		4.768,1	3.464,5	1.394,1	46,0	27,6		132,9
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	12.228,3	10.336,8	12.475,4	8.005,6		2.440,4	6.735,1	413,4	72,0	145,9		61,7
	Cto. Total Ingresos	-13,6%	-4,2%	7,3%	0,0%	-2,6%	12,3%	20,0%	8,4%	5,2%	19,6%	13,1%	38,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	3,3%	3,4%	2,1%	4,0%	3,2%	5,6%	24,0%	7,5%	2,8%	8,0%	9,6%	20,0%
	EBITDA	2.202,0	2.358,5	2.065,6	1.515,4		316,2	163,5	99,0	10,0	7,9		11,4
	Cto. EBITDA	3,3%	1,1%	20,8%	32,7%	14,5%	7,6%	14,7%	60,0%	38,0%	216,4%	67,4%	39,6%
	2y TACC (2021e - 2023e)	7,1%	4,0%	2,1%	3,5%	4,2%	13,0%	10,2%	10,6%	-0,4%	25,6%	11,8%	24,7%
	EBITDA/Ingresos	18,0%	22,8%	16,6%	18,9%	19,1%	13,0%	2,4%	23,9%	13,9%	5,4%	11,7%	18,4%
	EBIT	1.769,8	1.687,8	1.881,1	1.275,6		277,0	134,4	81,4	6,2	2,9		8,7
	Cto. EBIT	25,2%	21,1%	24,3%	44,1%	28,7%	8,3%	24,3%	182,1%	75,5%	240,9%	106,2%	49,9%
	2y TACC (2021e - 2023e)	7,4%	4,7%	2,1%	3,7%	4,5%	13,8%	19,0%	10,7%	2,8%	57,6%	20,8%	31,2%
	EBIT/Ingresos	14,5%	16,3%	15,1%	15,9%	15,5%	11,4%	2,0%	19,7%	8,6%	2,0%	8,7%	14,1%
	Beneficio Neto	1.093,6	1.045,7	1.180,5	897,3		202,6	117,6	47,1	1,7	1,3		5,4
	Cto. Beneficio Neto	131,2%	81,5%	41,4%	189,4%	110,9%	8,9%	17,2%	909,0%	99,4%	115,3%	230,0%	138,8%
	2y TACC (2021e - 2023e)	10,1%	7,5%	2,5%	3,0%	5,8%	12,5%	19,2%	12,8%	11,1%	75,4%	26,2%	33,1%
	CAPEX/Ventas	4,3%	2,6%	0,5%	2,0%	2,4%	1,4%	0,1%	1,4%	0,7%	0,1%	0,7%	2,0%
	Free Cash Flow	609,6	944,1	1.480,2	960,5		199,6	488,8	58,4	n.a.	(7,5)		(12,7)
	Deuda financiera Neta	1.893,5	909,3	(161,5)	426,7		(157,2)	(226,7)	(16,0)	17,5	9,8		6,6
	DN/EBITDA (x)	0,9	0,4	n.a.	0,3	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	1,8	1,3	1,5	0,5
	Pay-out	40,2%	50,4%	45,7%	41,6%	44,5%	n.a.	15,2%	23,0%	7,1%	40,8%	21,6%	0,0%
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	14,5	11,8	11,5	14,1	13,0	22,4	32,8	23,1	15,6	18,2	22,4	24,7
	P/BV (x)	2,2	1,8	4,6	4,3	3,2	5,4	2,8	n.a.	1,0	2,3	2,9	5,5
	EV/Ingresos (x)	1,6	1,7	1,3	1,9	1,6	2,0	0,5	3,4	0,6	0,2	1,3	2,2
	EV/EBITDA (x)	8,9	7,6	7,6	10,1	8,6	15,1	21,2	14,1	4,6	3,5	11,7	11,1
	EV/EBIT (x)	11,1	10,6	8,4	12,0	10,5	17,2	25,8	17,1	7,4	9,5	15,4	15,2
	ROE	15,0	15,3	39,9	30,4	25,2	24,3	8,5	n.a.	6,6	12,4	13,0	23,9
	FCF Yield (%)	4,0	6,5	11,0	7,5	7,3	4,4	12,7	4,3	n.a.	n.a.	7,1	3,2
	DPA	0,36	2,20	2,50	0,96	1,50	n.a.	0,01	0,12	0,01	0,20	0,08	0,00
	Dvd Yield	2,7%	3,8%	4,0%	3,0%	3,4%	n.a.	0,5%	0,8%	0,5%	2,3%	1,0%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IFAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IFAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
23-Dic-2021	n.a.	11,50	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

