

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Media

 Precio de Cierre: EUR 1,40 (9 nov 2023)  
 Fecha del informe: 10 nov 2023 (8:40h)

**Resultados 9m 2023 - Subimos estimaciones**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 9m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperado

 Impacto <sup>(1)</sup>: Subimos estimaciones

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

+34 915 904 226

Squirrel Media (SQRL), es un Grupo español con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Publicidad (45,9% s/Ingresos), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 9,3%), (iii) Servicios TMT (11,3%) y Medios de Comunicación (33,5%).

## Rdos 9m23: El negocio de contenidos confirma el inicio de una nueva fase para SQRL

### LOS FRUTOS DE LA INVERSIÓN EN CONTENIDOS (>EUR 40MN; -3Y) SE MATERIALIZAN Y ELEVAN EL INGRESO 9M23 HASTA EUR 86MN (+47% VS 9M22)...

en línea con nuestras estimaciones para cierre de año. Además, la integración parcial del M&A (destacamos Grupo Ganga, integración a partir de junio, ingresos proforma: EUR 27Mn) aúpa, también, la línea de contenidos hasta el c.40% de los ingresos 9m23. Todo ello, sumado a la positiva evolución de la línea de medios de comunicación (+24,1%), compensan la contracción en ventas de publicidad (-19,1%).

... Y MEJORANDO LOS MÁRGENES (MG. EBITDA 20%; +2,6P.P. VS 9M22). Ya visto en el 1S23, consecuencia del mayor peso de la línea de contenidos en el mix (Mg. EBITDA c. 30% frente a márgenes de 15%-20% del resto de actividades). Lo que, junto al crecimiento en ingresos (y el empuje del M&A que no lastra el margen), explica el "salto" en EBITDA Recurrente hasta EUR 17,2Mn (+69,3% vs 9m22).

### EL ENDEUDAMIENTO SIGUE BAJO CONTROL (DN 9M23: EUR 27,9MN; DN/EBITDA 23E 1,1X).

SQRL cierra 9m23 con una Deuda Neta de EUR 27,9Mn (+18,9% vs 2022). Una deuda que esperamos se sitúe en EUR 28,6Mn a final del ejercicio. Las principales partidas que incrementarán la Deuda Neta al cierre son: (i) las operaciones corporativas realizadas en 2023e (impacto en Cash Flow: EUR 8,2Mn) y (ii) un CAPEX de EUR 15Mn para "nutrir" su catálogo de contenidos audiovisuales.

AJUSTAMOS AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES (EBITDA 2023E: +15%). Aunque mantenemos nuestras estimaciones en Ingresos, el comportamiento de los márgenes 3T estanco (Mg. EBITDA 28%) nos llevan a revisar nuestras estimaciones al alza en EBITDA para 2023e y siguientes (EBITDA 2023e: EUR 26,1Mn +14,9% vs estimación anterior). El negocio de contenidos se muestra como el eje central de la rentabilidad de SQRL.

### LA ACCELERACIÓN DEL NEGOCIO DE CONTENIDOS MARCA UN ANTES Y UN DESPUÉS EN EL NEGOCIO DE SQRL.

El dato de mayor interés de los resultados 9m23 es la generación de EBITDA alcanzada por SQRL en el 3T estanco (EUR 10Mn vs EUR 7,2Mn en 1S23). El (esperado) despegue de la línea de contenidos ha cambiado el P/L por completo, aumentando la rentabilidad y mejorando el EBITDA. SQRL tiene 105 estrenos comprometidos entre 2023e-2024e. La materialización de estos estrenos pasa a ser su nuevo equity story. Nuestros números 2023e hoy cotizan EV/EBITDA 6,8x (vs 9,6x de sus comparables del sector media en Europa y EE.UU.).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	126,9	136,0
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	178,5	191,3
Número de Acciones (Mn)	90,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,75 / 2,26 / 1,31	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(3)</sup>	4,2	
Factset / Bloomberg	SQRL-ES / SQRL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

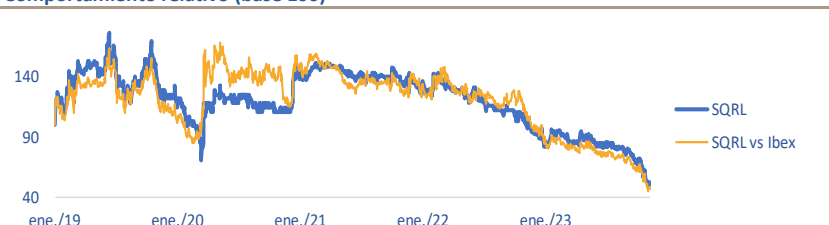
Squirrel Capital	92,6
Free Float	7,4

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	89,0	89,7	90,7	90,7
Total Ingresos	79,1	126,2	157,5	175,1
EBITDA Rec.	13,8	26,1	36,4	44,2
% Var.	85,3	89,8	39,4	21,2
% EBITDA Rec./Ing.	17,4	20,7	23,1	25,2
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	13,9	7,8	8,2	6,8
Beneficio neto	3,5	10,0	15,4	19,3
BPA (EUR)	0,04	0,11	0,17	0,21
% Var.	-38,6	180,5	52,1	25,4
BPA ord. (EUR)	0,03	0,11	0,17	0,21
% Var.	-39,5	227,0	52,1	25,4
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-13,1	4,2	13,0	19,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	23,4	28,6	15,6	-4,1
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	1,1	0,4	-0,1
ROE (%)	9,7	20,8	25,3	24,7
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	10,4	16,6	21,6	25,1

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>**

PER	35,2	12,6	8,3	6,6
PER Ordinario	41,1	12,6	8,3	6,6
P/BV	3,0	2,4	1,9	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,26	1,41	1,13	1,02
EV/EBITDA Rec.	13,0	6,8	4,9	4,0
EV/EBIT	22,4	9,9	6,7	5,4
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	3,3	10,3	15,5

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-28,2	-36,9	-47,8	-40,7	-53,3	n.a.
vs Ibx 35	-30,1	-37,3	-55,3	-48,1	-63,0	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	-29,0	-32,8	-51,1	-43,3	-57,4	n.a.
vs Eurostoxx 50	-30,2	-35,6	-54,0	-46,8	-62,4	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-29,4	-39,7	-55,7	-49,0	-66,3	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, preveemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(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.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

**Resultados 9m 2023**  
**Subimos estimaciones**
**Tabla 1. Resultados 9m23**

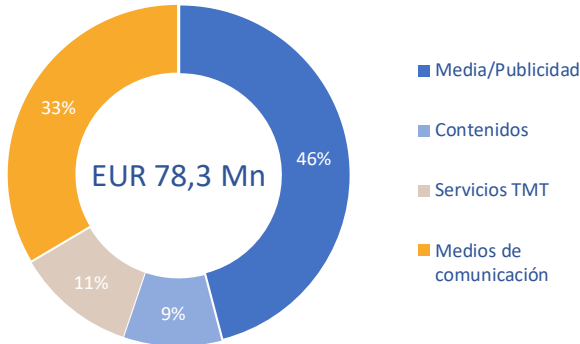
EUR Mn	9m23		9m23 Real		2023e vs		3T23 vs	
	Real	9m22	vs 9m22	2023e	2022	3T23	3T22	
<b>Total Ingresos</b>	<b>86,0</b>	<b>58,5</b>	<b>47,0%</b>	<b>126,2</b>	<b>59,5%</b>	<b>35,6</b>	<b>66,0%</b>	
Publicidad	23,6	29,2	-19,1%	40,7	13,3%	9,6	-7,4%	
Contenidos	33,2	4,4	n.a.	43,5	496,9%	15,7	n.a.	
Servicios TMT	6,0	6,5	-8,1%	11,1	25,0%	1,8	-16,0%	
Medios de Comunicación	22,8	18,3	24,1%	31,0	18,2%	8,1	20,3%	
Otros ingresos	0,4	0,0	n.a.	0,0	n.a.	0,4	n.a.	
<b>EBITDA</b>	<b>17,2</b>	<b>10,2</b>	<b>69,3%</b>	<b>26,1</b>	<b>80,5%</b>	<b>10,0</b>	<b>105,0%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>20,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>2,6 p.p.</i>	<i>20,7%</i>	<i>2,4 p.p.</i>	<i>28,1%</i>	<i>5,3 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>13,6</b>	<b>8,6</b>	<b>58,3%</b>	<b>18,0</b>	<b>126,6%</b>	<b>7,2</b>	<b>92%</b>	
<b>BAI</b>	<b>13,4</b>	<b>8,5</b>	<b>57,8%</b>	<b>16,5</b>	<b>152,1%</b>	<b>7,1</b>	<b>92,6%</b>	
CAPEX	-11,2	-15,2	-26,4%	-15,1	33,5%			
		<b>12m22</b>						
Deuda Neta	27,9	23,4	18,9%	28,1	20,1%			

**Tabla 2. Revisión de estimaciones al alza**

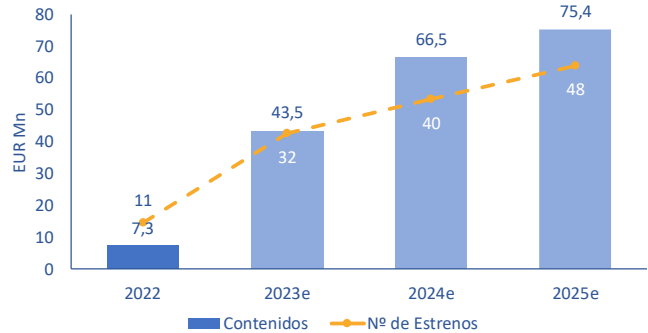
EUR Mn	2023e		2024e		2025e	
	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	<b>126,2</b>	<b>0,0%</b>	<b>157,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>175,1</b>	<b>0,0%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>26,1</b>	<b>14,9%</b>	<b>36,4</b>	<b>10,1%</b>	<b>44,2</b>	<b>3,0%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>89,8%</i>	<i>25 p.p.</i>	<i>39,4%</i>	<i>-6 p.p.</i>	<i>21,2%</i>	<i>-8 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>20,7%</i>	<i>3 p.p.</i>	<i>23,1%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>25,2%</i>	<i>1 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>18,0</b>	<b>23,1%</b>	<b>26,7</b>	<b>14,2%</b>	<b>32,9</b>	<b>4,0%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>10,0</b>	<b>21,7%</b>	<b>15,4</b>	<b>12,9%</b>	<b>19,3</b>	<b>2,4%</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,1 x</i>	<i>-0,3 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>-0,1 x</i>	<i>-0,1 x</i>

**La compañía en 8 gráficos**

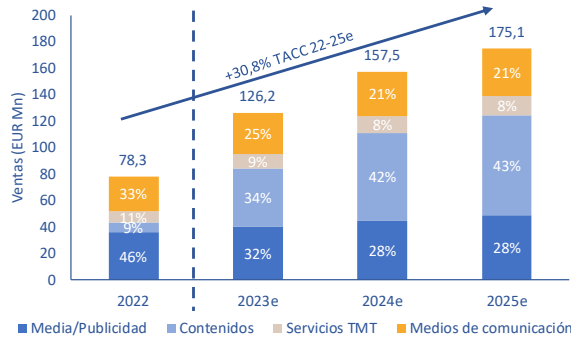
**El modelo de negocio de SQRL se encuentra bien diversificado (% s/Ingresos 2022)**



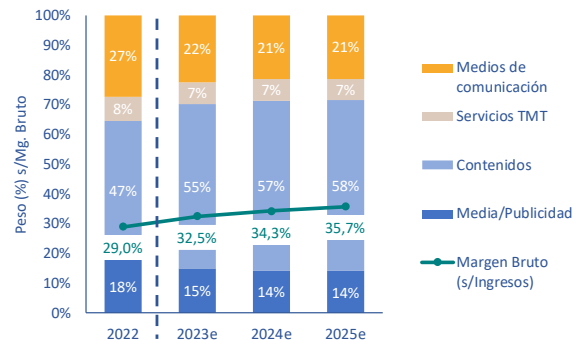
**Esperamos un fuerte despegue del negocio de contenidos (explicado por el mayor número de estrenos)...**



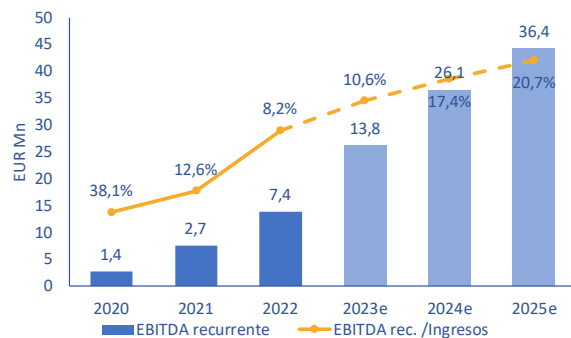
**... lo que permitirá a SQRL aspirar a unos Ingresos 2025e de EUR 175,1Mn (+30,8% TACC 22-25e)**



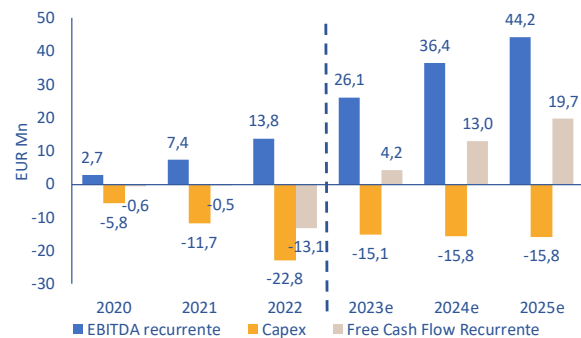
**Con un margen bruto del 35,7% en 2025e (vs 29,0% en 2022) por el incremento de peso en el mix de los negocios más rentables**



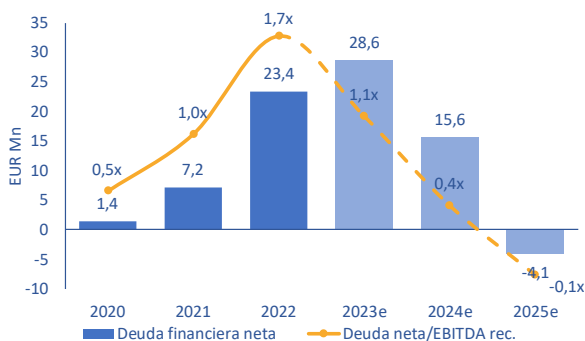
**El mayor peso de Contenidos en el mix empujará el EBITDA 2025e hasta EUR 44,2Mn (vs EUR 13,8Mn en 2022)...**



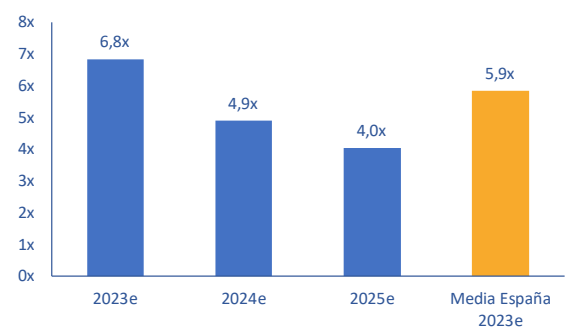
**... lo que se traduce en un FCF positivo (FCF Rec. 2025e: EUR 19,7Mn), pese al elevado CAPEX (necesario para la renovación de contenidos)**



**La generación de caja mantendrá el nivel de endeudamiento bajo control (DN/EBITDA 2023e 1,1x)**



**EV/EBITDA 2023e 6,8x vs 5,9x del sector en España**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,5)	14,9	21,6	298,3			
<b>Market Cap</b>	<b>126,9</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>27,9</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			6,3%	6,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,2%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>	
Risk free rate (rf)	3,7%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,3%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,2%</b>	<b>11,5%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,4%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,4%</b>	<b>10,4%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	

(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 Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Omnicom	OMC-US	13.850,1	10,3	6,9%	8,2	5,4%	1,3	3,8%	16,3%	11,9%	3,7%
WPP	WPP-GB	8.906,8	7,9	6,5%	6,6	3,1%	1,2	2,2%	17,8%	10,8%	20,5%
Publicis	PUB-FR	18.278,8	10,5	4,3%	7,1	3,8%	1,6	3,8%	22,1%	9,4%	9,3%
Interpublic	IPG-US	10.236,8	10,0	4,7%	8,1	4,0%	1,5	4,9%	18,5%	10,6%	5,7%
<b>Publicidad (Grandes players)</b>			<b>9,7</b>	<b>5,6%</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1%</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7%</b>	<b>18,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>9,8%</b>
Atresmedia	A3M-ES	814,2	7,2	-1,2%	5,1	-1,7%	0,9	0,2%	17,6%	10,5%	5,8%
Prisa	PRS-ES	292,9	n.a.	n.a.	7,2	12,6%	1,2	4,1%	17,2%	n.a.	58,1%
Vocento	VOC-ES	76,9	28,0	n.a.	5,2	17,5%	0,5	2,2%	9,3%	22,5%	10,7%
<b>Sector Media en España</b>			<b>17,6</b>	<b>-2,9%</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7%</b>	<b>15,2%</b>	<b>16,5%</b>	<b>24,9%</b>
SQRL	SQRL-ES	126,9	12,6	38,1%	6,8	30,0%	1,4	17,8%	20,7%	3,3%	n.a.

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	25,4%	40,1	4,5x
Central	23,1%	36,4	4,9x
Min	20,8%	32,8	5,4x

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

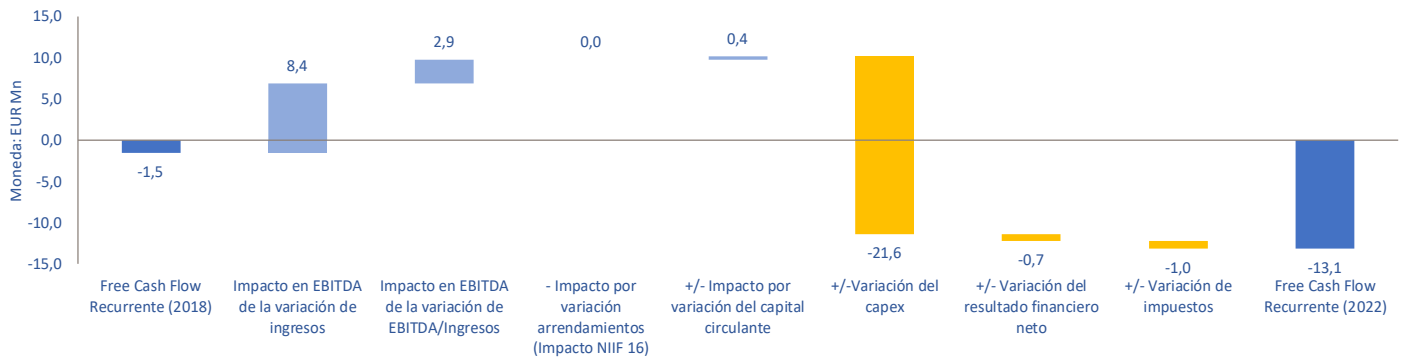
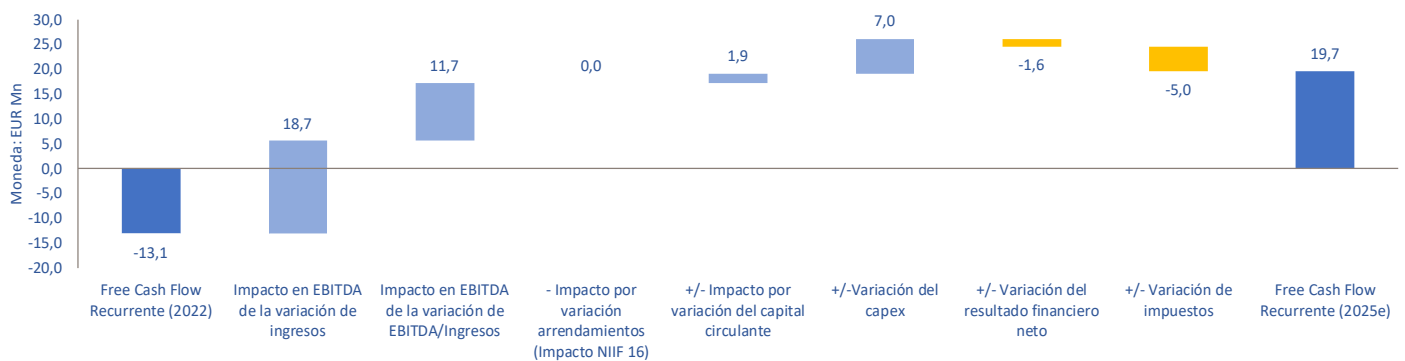
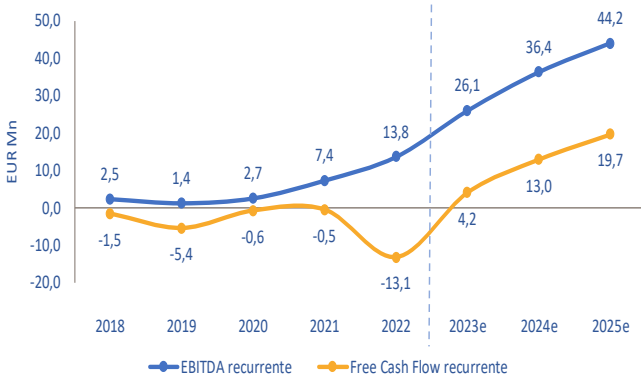
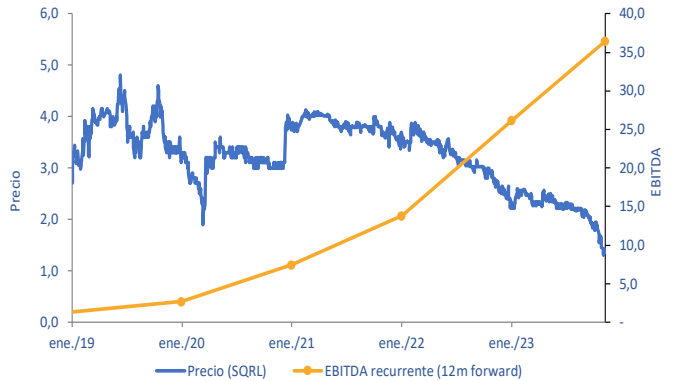
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				FCF Rec./Yield 24e			
EBITDA 24e	9,0%	10,0%	11,0%		Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
40,1	18,2	16,6	15,1	➔	Max	14,3%	13,1%	11,9%
36,4	14,6	13,0	11,4		Central	11,5%	10,3%	9,0%
32,8	11,0	9,4	7,8		Min	8,6%	7,4%	6,2%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	10,3	15,6	19,1	31,3	70,7	70,7	70,7	70,7		
Inmovilizado material	0,4	1,6	2,0	2,2	2,3	18,8	24,8	29,3		
Otros activos no corrientes	0,0	0,0	0,0	0,8	4,8	4,8	4,8	4,8		
Inmovilizado financiero	-	0,6	10,5	12,9	12,0	12,0	12,0	12,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,5	2,2	3,0	2,3	5,0	5,0	5,0	5,0		
Activo circulante	3,3	12,7	13,7	11,4	18,6	28,1	34,4	37,9		
<b>Total activo</b>	<b>14,5</b>	<b>32,7</b>	<b>48,3</b>	<b>61,0</b>	<b>113,4</b>	<b>139,4</b>	<b>151,7</b>	<b>159,8</b>		
Patrimonio neto	8,2	20,2	26,9	29,9	43,0	53,0	68,4	87,7		
Minoritarios	(0,6)	(0,3)	0,4	0,5	5,0	7,7	11,8	17,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	4,2	5,5	18,6	18,6	18,6	18,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2		
Deuda financiera neta	3,8	1,1	1,4	7,2	23,4	28,6	15,6	(4,1)		
Pasivo circulante	3,0	11,7	15,4	17,1	22,1	30,2	36,0	39,3		
<b>Total pasivo</b>	<b>14,5</b>	<b>32,7</b>	<b>48,3</b>	<b>61,0</b>	<b>113,4</b>	<b>139,4</b>	<b>151,7</b>	<b>159,8</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
<b>Total Ingresos</b>	<b>6,4</b>	<b>10,8</b>	<b>32,6</b>	<b>70,0</b>	<b>79,1</b>	<b>126,2</b>	<b>157,5</b>	<b>175,1</b>	<b>87,3%</b>	<b>30,3%</b>
Cto.Total Ingresos	66,2%	67,3%	203,0%	114,7%	13,0%	59,5%	24,8%	11,2%		
Coste de ventas	(1,9)	(5,2)	(21,9)	(53,4)	(56,2)	(85,2)	(103,5)	(112,5)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>4,6</b>	<b>5,6</b>	<b>10,7</b>	<b>16,6</b>	<b>22,9</b>	<b>41,0</b>	<b>54,0</b>	<b>62,5</b>	<b>49,7%</b>	<b>39,7%</b>
Margen Bruto / Ingresos	71,0%	51,8%	32,9%	23,7%	29,0%	32,5%	34,3%	35,7%		
Gastos de personal	(1,9)	(2,2)	(3,9)	(5,3)	(6,0)	(8,2)	(9,6)	(10,0)		
Otros costes de explotación	(0,2)	(2,0)	(4,2)	(3,8)	(3,2)	(6,7)	(7,9)	(8,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>7,4</b>	<b>13,8</b>	<b>26,1</b>	<b>36,4</b>	<b>44,2</b>	<b>54,0%</b>	<b>47,5%</b>
Cto.EBITDA recurrente	292,9%	-44,8%	98,0%	177,6%	85,3%	89,8%	39,4%	21,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	38,1%	12,6%	8,2%	10,6%	17,4%	20,7%	23,1%	25,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	0,5	0,7	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>8,0</b>	<b>14,5</b>	<b>26,1</b>	<b>36,4</b>	<b>44,2</b>	<b>55,9%</b>	<b>45,0%</b>
Depreciación y provisiones	(0,4)	(2,5)	(1,1)	(2,5)	(6,5)	(8,1)	(9,7)	(11,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>2,1</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>18,0</b>	<b>26,7</b>	<b>32,9</b>	<b>40,1%</b>	<b>60,6%</b>
Cto.EBIT	-5,9%	-154,3%	240,8%	248,3%	44,5%	126,6%	48,3%	23,2%		
EBIT / Ingresos	32,1%	n.a.	4,8%	7,9%	10,1%	14,3%	17,0%	18,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(1,4)	(2,1)	(2,3)	(2,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>2,0</b>	<b>(1,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>15,9</b>	<b>24,4</b>	<b>30,6</b>	<b>33,8%</b>	<b>67,2%</b>
Cto.Beneficio ordinario	9,2%	-157,7%	224,5%	266,4%	21,7%	142,6%	53,7%	25,4%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>2,0</b>	<b>(1,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>15,9</b>	<b>24,4</b>	<b>30,6</b>	<b>33,8%</b>	<b>67,2%</b>
Impuestos	(0,2)	(0,3)	(0,1)	0,2	(1,9)	(3,2)	(4,9)	(6,1)		
Tasa fiscal efectiva	8,2%	n.a.	7,7%	n.a.	29,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	(1,1)	(2,7)	(4,1)	(5,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,8</b>	<b>(1,5)</b>	<b>1,4</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	<b>10,0</b>	<b>15,4</b>	<b>19,3</b>	<b>18,4%</b>	<b>76,0%</b>
Cto.Beneficio neto	-93,5%	-182,6%	193,8%	298,0%	-36,3%	182,7%	53,7%	25,4%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,8</b>	<b>(1,2)</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,0</b>	<b>10,0</b>	<b>15,4</b>	<b>19,3</b>	<b>13,9%</b>	<b>85,2%</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	-0,9%	-165,4%	218,5%	246,4%	-37,3%	229,6%	53,7%	25,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>26,1</b>	<b>36,4</b>	<b>44,2</b>	<b>54,0%</b>	<b>47,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(1,5)	(0,5)	(0,3)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>24,7</b>	<b>36,0</b>	<b>43,9</b>	<b>n.a.</b>	<b>56,0%</b>
CAPEX	-	-	-	-	-	(15,1)	(15,8)	(15,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(2,1)	(2,3)	(2,3)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(3,2)	(4,9)	(6,1)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>4,2</b>	<b>13,0</b>	<b>19,7</b>	<b>-71,8%</b>	<b>51,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	(9,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(5,2)</b>	<b>13,0</b>	<b>19,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>40,6%</b>
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>5,2</b>	<b>(13,0)</b>	<b>(19,7)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>7,4</b>	<b>13,8</b>	<b>26,1</b>	<b>36,4</b>	<b>44,2</b>	<i>n.a.</i>	<b>47,5%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-44,8%	98,0%	177,6%	85,3%	89,8%	39,4%	21,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,6%	8,2%	10,6%	17,4%	20,7%	23,1%	25,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	2,7	4,1	(2,2)	(1,5)	(0,5)	(0,3)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,6</b>	<b>5,4</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>24,7</b>	<b>36,0</b>	<b>43,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>56,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	449,7%	756,2%	114,6%	0,6%	113,1%	45,9%	22,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	5,8%	16,4%	16,4%	14,6%	19,5%	22,8%	25,1%		
- CAPEX	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(15,1)	(15,8)	(15,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,8)	(2,1)	(2,3)	(2,3)		
- Impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(1,2)	(3,2)	(4,9)	(6,1)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(13,1)</b>	<b>4,2</b>	<b>13,0</b>	<b>19,7</b>	<b>-34,9%</b>	<b>51,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-255,0%	87,9%	29,7%	<i>n.a.</i>	131,9%	210,3%	51,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,3%	8,3%	11,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(2,3)	(12,2)	(9,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(25,3)</b>	<b>(5,2)</b>	<b>13,0</b>	<b>19,7</b>	<b>-67,8%</b>	<b>40,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-255,0%	87,9%	-329,5%	-810,3%	79,4%	350,0%	51,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,3%	10,3%	15,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	10,3%	15,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(13,1)</b>	<b>4,2</b>	<b>13,0</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,6	2,7	3,1	1,0	8,2	6,5	4,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,7)	(1,4)	1,7	5,4	4,2	3,8	3,7		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,3</b>	<b>12,4</b>	<b>10,3</b>	<b>7,7</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,9	3,4	1,4	(6,3)	0,7	1,0	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>0,1</b>	<b>13,1</b>	<b>11,3</b>	<b>7,9</b>		
+/- Variación del CAPEX	(4,8)	0,1	(6,0)	(11,0)	7,6	(0,6)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(1,4)	(0,2)	-		
+/- Variación de impuestos	0,0	0,0	0,0	(1,1)	(2,0)	(1,7)	(1,2)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,8)</b>	<b>4,7</b>	<b>0,2</b>	<b>(12,7)</b>	<b>17,3</b>	<b>8,8</b>	<b>6,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(13,1)</b>	<b>4,2</b>	<b>13,0</b>	<b>19,7</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>18,0</b>	<b>26,7</b>	<b>32,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>60,6%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	7,7%	0,0%	29,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,1)	-	(2,3)	(3,6)	(5,3)	(6,6)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>7,4</b>	<b>13,8</b>	<b>26,1</b>	<b>36,4</b>	<b>44,2</b>	<i>n.a.</i>	<b>47,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	2,7	4,1	(2,2)	(1,5)	(0,5)	(0,3)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,6</b>	<b>5,4</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>24,7</b>	<b>36,0</b>	<b>43,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>56,0%</b>
- CAPEX	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(15,1)	(15,8)	(15,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,1)	-	(2,3)	(3,6)	(5,3)	(6,6)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(13,5)</b>	<b>5,9</b>	<b>14,9</b>	<b>21,6</b>	<b>-36,9%</b>	<b>53,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-254,5%	89,7%	56,4%	<i>n.a.</i>	143,7%	151,8%	45,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,7%	9,4%	12,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(2,3)	(12,2)	(9,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(25,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>14,9</b>	<b>21,6</b>	<b>-69,5%</b>	<b>41,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-254,5%	89,7%	-371,1%	-902,5%	86,4%	525,8%	45,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,3%	8,3%	12,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	8,3%	12,1%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

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

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	126,9	
+ Minoritarios	12,4	Rdos. 9m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	22,0	Rdos. 9m 2023
+ Deuda financiera neta	27,9	Rdos. 9m 2023
- Inmovilizado financiero	10,7	Rdos. 9m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>178,5</b>	



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos			6,0	3,0	4,0	3,9	6,4	10,8	32,6	70,0	79,1	126,2	157,5	175,1	n.a.	30,3%
Cto. Total ingresos			n.a.	-50,2%	33,3%	-3,5%	66,2%	67,3%	203,0%	114,7%	13,0%	59,5%	24,8%	11,2%		
EBITDA			0,0	(1,8)	(0,3)	0,6	2,5	1,4	2,7	8,0	14,5	26,1	36,4	44,2	n.a.	45,0%
Cto. EBITDA			n.a.	n.a.	82,8%	307,3%	292,9%	-44,8%	98,0%	197,2%	81,9%	80,5%	39,4%	21,2%		
EBITDA/Ingresos			0,3%	n.a.	n.a.	16,1%	38,1%	12,6%	8,2%	11,4%	18,3%	20,7%	23,1%	25,2%		
Beneficio neto			(12,0)	(4,1)	(1,2)	27,9	1,8	(1,5)	1,4	5,6	3,5	10,0	15,4	19,3	n.a.	76,0%
Cto. Beneficio neto			n.a.	65,3%	70,6%	n.a.	-93,5%	-182,6%	193,8%	298,0%	-36,3%	182,7%	53,7%	25,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			7,9	7,9	7,9	7,8	15,1	19,1	41,0	85,9	89,0	89,7	90,7	90,7		
BPA (EUR)			-1,52	-0,53	-0,15	3,57	0,12	-0,08	0,03	0,06	0,04	0,11	0,17	0,21	n.a.	74,9%
Cto. BPA			n.a.	65,3%	70,6%	n.a.	-96,6%	n.a.	n.a.	90,1%	-38,6%	n.a.	52,1%	25,4%		
BPA ord. (EUR)			-1,52	-0,53	-0,15	0,23	0,12	-0,06	0,03	0,06	0,03	0,11	0,17	0,21	n.a.	84,1%
Cto. BPA ord.			n.a.	65,3%	70,6%	n.a.	-48,6%	n.a.	n.a.	65,5%	-39,5%	n.a.	52,1%	25,4%		
CAPEX			(0,2)	(0,4)	(0,7)	(1,7)	(1,1)	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(15,1)	(15,8)	(15,8)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>			4,1%	13,5%	16,4%	43,1%	17,7%	54,8%	17,7%	16,8%	28,8%	12,0%	10,0%	9,0%		
Free Cash Flow			0,6	4,4	(1,6)	(9,2)	(1,5)	(5,4)	(0,6)	(2,8)	(25,3)	(5,2)	13,0	19,7	n.a.	40,6%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>			n.a.	n.a.	n.a.	8,4x	1,6x	0,8x	0,5x	0,9x	1,6x	1,1x	0,4x	-0,1x		
PER (x)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,9x	n.a.	n.a.	57,2x	59,4x	12,6x	8,3x	6,6x		
EV/Vtas (x)			6,49x	11,57x	9,11x	5,29x	6,46x	5,52x	10,06x	4,55x	3,10x	1,41x	1,13x	1,02x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>			n.a.	n.a.	n.a.	32,8x	16,9x	43,9x	n.a.	40,0x	16,9x	6,8x	4,9x	4,0x		
Comport. Absoluto	-40,7%	-48,3%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	32,5%	23,7%	24,8%	-4,4%	-36,2%	-40,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-37,8%	-57,4%	-1,4%	7,7%	2,1%	-6,9%	55,8%	10,6%	47,7%	-11,4%	-32,5%	-48,1%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

## Anexo 5. Principales comparables 2023e

Datos Mercado	EUR Mn	Publicidad (Grandes players)					Sector Media en España				Grandes Jugadores mundiales de media			
		Omnicom	WPP	Publicis	Interpublic	Average	Atresmedia	Prisa	Vocento	Average	Vivendi	Paramount	Average	SQRL
		OMC-US	WPP-GB	PUB-FR	IPG-US		A3M-ES	PRS-ES	VOC-ES		VIV-FR	paraa-us		SQRL-ES
Ticker (Factset)		USA	UK	France	USA	Spain	Spain	Spain	USA	USA	Spain			
Market cap	13.850,1	8.906,8	18.278,8	10.236,8		814,2	292,9	76,9	8.278,3	7.508,4		126,9		
Enterprise value (EV)	18.115,2	15.940,0	20.572,3	13.142,6		863,2	1.145,0	178,4	11.221,8	22.312,1		178,5		
Total Ingresos	13.650,1	13.610,3	13.081,9	8.834,0		959,1	923,6	369,2	9.833,6	28.067,1		126,2		
Cto. Total Ingresos	2,4%	-17,7%	-7,8%	-13,4%	-9,1%	10,6%	11,2%	8,2%	2,5%	-0,3%	1,1%	59,5%		
2y TACC (2023e - 2025e)	3,8%	2,2%	3,8%	4,9%	3,7%	0,2%	4,1%	2,2%	2,2%	2,9%	2,6%	17,8%		
EBITDA	2.220,9	2.421,6	2.892,0	1.632,2		169,0	158,4	34,2	1.244,5	2.180,2		26,1		
Cto. EBITDA	-1,5%	-2,9%	0,3%	-0,5%	-1,1%	89,3%	34,1%	13,5%	7,0%	-28,7%	-10,8%	80,5%		
2y TACC (2023e - 2025e)	5,4%	3,1%	3,8%	4,0%	4,1%	-1,7%	12,6%	17,5%	9,5%	10,7%	8,0%	30,0%		
EBITDA/Ingresos	16,3%	17,8%	22,1%	18,5%	18,7%	17,6%	17,2%	9,3%	14,7%	12,7%	10,2%	20,7%		
EBIT	2.055,9	2.004,8	2.351,6	1.398,1		150,7	85,3	11,6	836,3	(462,3)		18,0		
Cto. EBIT	0,3%	3,7%	14,1%	1,0%	4,8%	110,8%	80,9%	53,4%	81,7%	45,2%	-36,0%	126,6%		
2y TACC (2023e - 2025e)	5,1%	4,8%	3,7%	3,7%	4,3%	-1,9%	22,0%	45,2%	21,8%	13,1%	n.a.	35,2%		
EBIT/Ingresos	15,1%	14,7%	18,0%	15,8%	15,9%	15,7%	9,2%	3,1%	9,4%	8,5%	8,5%	14,3%		
Beneficio Neto	1.364,7	1.147,4	1.553,1	1.017,9		112,6	(14,8)	2,7	667,8	337,8		10,0		
Cto. Beneficio Neto	11,1%	46,6%	27,1%	16,3%	25,3%	-0,3%	-14,6%	-27,8%	-14,2%	193,8%	-50,1%	71,9%	182,7%	
2y TACC (2023e - 2025e)	5,1%	5,6%	5,8%	2,7%	4,8%	-0,9%	n.a.	n.a.	-0,9%	14,1%	70,8%	42,4%	38,8%	
CAPEX/Ventas	0,7%	2,2%	2,1%	1,9%	1,7%	3,4%	6,7%	3,1%	4,4%	3,4%	1,0%	2,2%	12,0%	
Free Cash Flow	1.652,5	962,6	1.719,5	1.084,9		85,5	(26,0)	17,3	367,8	(123,7)		(5,2)		
Deuda financiera Neta	1.150,3	4.030,1	40,6	154,9		42,2	827,8	29,1	1.470,2	12.243,6		28,6		
DN/EBITDA (x)	0,5	1,7	0,0	0,1	0,6	0,2	5,2	0,9	2,1	1,2	5,6	3,4	1,1	
Pay-out	39,9%	42,4%	51,2%	44,7%	44,6%	79,6%	0,0%	150,1%	76,6%	42,3%	66,9%	54,6%	0,0%	
P/E (x)	10,3	7,9	10,5	10,0	9,7	7,2	n.a.	28,0	17,6	13,5	33,5	23,5	12,6	
P/BV (x)	4,2	1,9	1,8	2,8	2,7	1,1	n.a.	0,4	0,8	0,5	0,5	0,5	2,4	
EV/Ingresos (x)	1,3	1,2	1,6	1,5	1,4	0,9	1,2	0,5	0,9	1,1	0,8	1,0	1,4	
EV/EBITDA (x)	8,2	6,6	7,1	8,1	7,5	5,1	7,2	5,2	5,9	9,0	10,2	9,6	6,8	
EV/EBIT (x)	8,8	8,0	8,7	9,4	8,7	5,7	13,4	15,4	11,5	13,4	n.a.	13,4	9,9	
ROE	40,6	24,5	17,0	27,7	27,4	15,9	n.a.	1,4	8,6	3,9	1,4	2,6	20,8	
FCF Yield (%)	11,9	10,8	9,4	10,6	10,7	10,5	n.a.	22,5	16,5	4,4	n.a.	4,4	3,3	
DPA	2,65	0,44	3,17	1,16	1,86	0,40	0,00	0,03	0,14	0,27	0,35	0,31	0,00	
Dvd Yield	3,8%	5,3%	4,4%	4,4%	4,5%	11,0%	0,0%	5,3%	5,4%	3,1%	2,4%	2,8%	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).



## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

---

**Alfredo Echevarría Otegui**  
Head of research  
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

**Luis Esteban Arribas, CESGA**  
Equity research  
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

**Enrique Andrés Abad, CFA**  
Equity research  
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

**José Miguel Cabrera van Grieken**  
Equity research  
jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

**Jesús López Gómez, CESGA**  
ESG Analyst & Data analytics  
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## 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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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 IEAF 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, IEAF 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 IEAF 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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF 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. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEAF 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
10-Nov-2023	n.a.	1,40	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas
01-Ago-2023	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Feb-2023	n.a.	2,45	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
18-Nov-2022	n.a.	2,65	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
04-Ago-2022	n.a.	3,11	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
28-Feb-2022	n.a.	3,65	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
01-Dic-2021	n.a.	3,75	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
15-Nov-2021	n.a.	3,70	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
30-Jul-2021	n.a.	3,79	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	3,94	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2020	David López Sánchez
29-Ene-2021	n.a.	3,86	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

