



ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Positive



INSTRUMENT RATING  
Senior Secured 5.1 M €

#### Initiation date

|                |            |
|----------------|------------|
| LongTerm       | 25/04/2023 |
| Senior Secured | 19/06/2024 |
| 5.1 M €        |            |
| Rating Date    | 22/05/2026 |

#### Contacts

##### Lead analyst

Ana Vico Gutiérrez  
ana.vico@ethifinance.com

##### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Squirrel Media en “BBB-”, manteniendo la tendencia Positiva.
- Squirrel es un grupo español especializado en comunicación, publicidad y contenidos audiovisuales, con un enfoque multiproducto y multiterritorial. El grupo centra su actividad en tres áreas de negocio principales: media (publicidad), contenidos y medios de comunicación.
- La calificación de la compañía está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) pertenencia a un sector con elevados niveles de rentabilidad, volatilidad moderada, y positivas perspectivas de crecimiento, ii) la mejora en su posicionamiento competitivo en los últimos años como resultado del plan de expansión desarrollado por el grupo, iii) la adecuada estructura económico-financiera de la compañía, con un apalancamiento financiero controlado a pesar de encontrarse en una fase de expansión, manteniendo asimismo una sólida capitalización, y iv) buen perfil de liquidez, que le permite, a priori, hacer frente a sus compromisos de *capex* y obligaciones a corto plazo junto con un perfil de refinanciación favorable que facilita el acceso a recursos financieros.
- No obstante, la calificación se ve limitada por: i) el tamaño y escala de la compañía en cuanto a ingresos, ii) la concentración geográfica, iii) la concentración de la estructura accionarial, y iv) la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad con un fuerte crecimiento inorgánico (financiándose en menor medida con deuda financiera), que adolece de riesgo de ejecución en la integración y encaje de todas estas compañías adquiridas, requiriéndose un mayor avance y consolidación en próximos ejercicios.
- Si bien la compañía ha presentado un *business plan* que contempla un crecimiento relevante en los próximos ejercicios, desde EthiFinance Ratings consideramos que la materialización de las cifras proyectadas, especialmente en el área de Contenidos, será clave para consolidar la posición económico-financiera del grupo. El cumplimiento del plan previsto será, por tanto, un elemento fundamental de seguimiento en próximas revisiones.
- La industria ‘*Media and Entertainment*’ presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.
- Desde EthiFinance Ratings, hemos tenido acceso a las proyecciones financieras de la compañía, que han sido analizadas internamente. Atendiendo a la preferencia trasladada por Squirrel Media, el presente informe no muestra dichas proyecciones, si bien la compañía, en su condición de cotizada en el mercado continuo, comunicó públicamente el pasado 28 de abril los principales términos de su plan estratégico.

## Descripción de la Compañía

Squirrel es un grupo independiente de comunicación que fue fundado en 2012 con la creación de BOM (Best Option Media), agencia de publicidad que dio origen al grupo. Desde 2020, ha experimentado una evolución significativa, tras la integración en Vértice 360° mediante una fusión inversa, por la cual el control pasó a manos de Squirrel. Desde entonces, la compañía ha redefinido su modelo de negocio, implementando una estrategia de expansión que ha favorecido una mayor diversificación operativa y geográfica.

El grupo contó con una plantilla media de 318 empleados en 2025 (+22,4% YoY) y 347 a cierre del ejercicio (+13,4% YoY). Los ingresos totales ascendieron a €244,6m (+69,3% YoY) con un EBITDA de €23,7m (+19,8% YoY). En el ejercicio proforma, considerando las adquisiciones realizadas en 2025, la facturación fue de €265,4m y el EBITDA de €28,3m. El ratio DFN/EBITDA se mantuvo en valores controlados de 2,3x (2,0x según cifras proforma). La acción de Squirrel se situó a cierre de 2025 en una cotización de €2,31 por acción (€1,52 por acción a cierre de 2024), con una capitalización bursátil de €222m a cierre de 2025.

Squirrel presenta tres líneas de negocio directamente relacionadas entre sí:

- Media (publicidad).** Servicios integrales de publicidad y marketing, abarcando desde soportes convencionales hasta plataformas digitales avanzadas. En este segmento destacan: i) Best Option Media (BOM), agencia de publicidad, ii) Squirrel Global Media, agencia de compra internacional publicitaria, y iii) IKI Group, que fue adquirida en 2024, reforzando notablemente este segmento de negocio. Asimismo, cabe destacar las recientes adquisiciones de Grupo NF Media y MATPRO en 2025, así como la adquisición en 2026 del grupo Green Shark y la comunicación del acuerdo de ADSPLANNING, lo que consolida su posicionamiento como sexto grupo publicitario en España con actividad a nivel internacional.
- Contenidos.** Producción y distribución de contenidos audiovisuales mediante el previo desarrollo o adquisición de los derechos audiovisuales a los *big players* o productoras independientes para su posterior explotación y monetización en cines, plataformas de vídeo bajo demanda o TV de pago y en abierto entre otros canales. Entre otras, destacan Grupo Ganga, Vértice 360, Mondo TV y Squirrel Studio. En 2025, el Grupo vendió su participación en Eva Films, sociedad adquirida en 2024, operación que supuso su salida del perímetro de consolidación.

- **Medios de comunicación.** Dispone de varios canales en abierto, así como plataformas globales de canales de pago. En este contexto, destaca el lanzamiento, de los canales nacionales en abierto "Squirrel" (enero de 2025) y "Squirrel Dos" (enero de 2026), centrado en la emisión de cine y entretenimiento generalista. Squirrel se sitúa actualmente como el tercer operador privado nacional de medios de comunicación, detrás de Mediaset y Atresmedia.

En 2025 se ha reubicado el segmento de Tecnología (TMT), que ha pasado de ser un área independiente, a distribuirse entre las tres áreas de actividad de la compañía, al ser ésta un área de soporte de las mismas.

Por otro lado, el Grupo Squirrel ha desarrollado una estrategia de crecimiento con un marcado enfoque en la expansión internacional, lo que ha derivado en una notable diversificación geográfica. En la actualidad, tiene actividad comercial y distribución internacional en más de 70 países con presencia destacada en Europa (especialmente en España, Alemania e Italia), América Latina, EEUU y Asia.

El grupo Squirrel está compuesto por más de 50 sociedades filiales organizadas conforme a las tres líneas de negocio anteriormente descritas.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

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

Grupo Squirrel se encuentra enmarcado dentro del sector del entretenimiento y los medios de comunicación (E&M). Esta industria se caracteriza, entre otros factores, por: i) ser altamente competitiva, con un gran número de *players* compitiendo en un mercado muy fragmentado y donde las barreras de entrada son reducidas (destacando la inversión en equipamiento técnico, *know-how* así como el reconocimiento y reputación necesarios para impulsar la actividad hacia una mayor consolidación), ii) mostrar una rentabilidad operativa favorable, con niveles positivos y una volatilidad controlada incluso en contextos de crisis o estrés económico, sin impactos significativos sobre los márgenes de rendimiento, iii) perspectivas de crecimiento positivas para los próximos años, estimándose una tasa de crecimiento anual compuesto en España del 2,7% para el periodo 2025-2029 y del 3,7% a nivel mundial para el mismo periodo, y iv) una valoración favorable del sector a nivel ESG (*Environmental, Social and Governance*), sin incidencia directa en el rating, ya que si bien el impacto de la actividad desarrollada es nulo o muy bajo a nivel de factores medioambientales, existe un riesgo relativo a los *stakeholders* en cuanto al público al que se dirige, la calidad de la información y otras cuestiones éticas.

En España, el desarrollo del sector audiovisual ha contado en los últimos años con apoyo institucional a través del Plan "España, Hub Audiovisual de Europa", integrado en la Agenda España Digital 2026, que ha movilizado aproximadamente €1.603m en el periodo 2021-2025 con el objetivo de reforzar la competitividad del sector, atraer inversión internacional y fomentar la digitalización de la industria. Asimismo, el mercado español continúa beneficiándose de un marco de incentivos fiscales favorable para la producción de contenidos, que ha contribuido a posicionar al país como uno de los principales polos de producción audiovisual en Europa, si bien su impacto se ve complementado por el creciente peso de la inversión privada y el desarrollo de nuevos modelos de negocio.

En cuanto a la evolución del sector a nivel mundial, la industria de entretenimiento y medios alcanzó unos ingresos de aproximadamente \$2,9bn en 2024 (\$2,8bn en 2023), y se espera que mantenga una senda de crecimiento en los próximos años, si bien a un ritmo más moderado, con una tasa media anual del 3,7% hasta 2029 (alcanzando los \$3,5bn), reflejando una progresiva desaceleración en un contexto de madurez de determinados segmentos y restricciones en el gasto del consumidor. No obstante, el sector continúa mostrando una evolución positiva y resiliente, apoyada en la expansión de la publicidad digital y el desarrollo de nuevos modelos de monetización.

En España, la evolución presenta una tendencia similar, con unos ingresos de €39.530m en 2024 y una previsión de crecimiento anual compuesto del 2,7% hasta 2029, cuando el mercado podría alcanzar los €45.089m, impulsado principalmente por la publicidad digital y los nuevos formatos audiovisuales.

Según el Estudio InfoAdex de la Inversión Publicitaria en España 2026, la inversión publicitaria en España alcanzó los €12.745,4m en 2025, lo que representa un descenso del 2,6% respecto al ejercicio anterior. Por segmentos, los medios controlados registraron un ligero crecimiento, del 0,9%, hasta los €6.267,0m, representando el 49,2% del total, mientras que los medios estimados, con una representación del 50,8%, experimentaron una caída del 5,7%, situándose en €6.478,4m.

Dentro de los medios controlados, destaca el peso creciente del entorno digital, que ya supera el 55% de la inversión en este segmento, incluyendo segmentos como *search*, redes sociales y *websites*, consolidándose como el principal motor del mercado publicitario en España. Por su parte, los medios estimados, que incluyen principalmente actividades de marketing directo, promociones, patrocinios y otras acciones "*below the line*", han mostrado una evolución negativa, con caídas generalizadas en varias de sus categorías, lo que podría reflejar una mayor sensibilidad

a la coyuntura económica y un desplazamiento progresivo de la inversión hacia formatos digitales más medibles y eficientes.

### Inversión real estimada 2025 (medios controlados). Millones de €.

|  | No Digital | Digital | Total | Cuota sobre el total | Var. 23vs24 |
|--|------------|---------|-------|----------------------|-------------|
| Cine   | 25         | 0       | 25    | 0,4%                 | 6,2%        |
| Diarios y dominicales                        | 338        | 413     | 750   | 12,0%                | 0,1%        |
| Exterior                                     | 268        | 192     | 461   | 7,3%                 | 6,7%        |
| Radio y Audio digital                        | 502        | 88      | 590   | 9,4%                 | 2,6%        |
| Redes Sociales                               | 0          | 881     | 881   | 14,1%                | 2,8%        |
| Revistas                                     | 127        | 90      | 216   | 3,5%                 | 1,0%        |
| Search                                       | 0          | 1001    | 1001  | 16,0%                | 2,4%        |
| Televisión                                   | 1514       | 271     | 1784  | 28,5%                | -4,4%       |
| Websites (no incluye medios de comunicación) | 0          | 559     | 559   | 8,9%                 | 8,8%        |

Fuente: Infoadex, estudio de la inversión publicitaria en España 2026.

Por otro lado, destaca el creciente peso de la publicidad como principal motor de crecimiento del sector, especialmente en el ámbito digital y en formatos audiovisuales online. En particular, el segmento de vídeo OTT continúa ganando relevancia, impulsado por la evolución de las plataformas de *streaming* hacia modelos híbridos de monetización que combinan suscripción y publicidad (AVOD), en respuesta a la creciente presión sobre el gasto del consumidor. Este cambio está favoreciendo el trasvase progresivo de inversión desde la televisión tradicional hacia entornos digitales y plataformas OTT, en línea con la consolidación de nuevos hábitos de consumo.

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

|                          | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | CAGR <sub>24-29</sub> |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
| Publicidad en televisión | 1.780 | 1.694 | 1.641 | 1.702 | 1.610 | 1.582 | 1.567 | 1.546 | 1.530 | -2,1%                 |
| Publicidad en Internet   | 3.928 | 4.251 | 4.580 | 5.047 | 5.483 | 5.905 | 6.307 | 6.634 | 6.915 | 6,5%                  |
| Publicidad exterior      | 290   | 350   | 407   | 449   | 469   | 489   | 509   | 529   | 549   | 4,1%                  |
| Vídeo OTT *              | 1.488 | 1.925 | 2.397 | 3.081 | 3.588 | 3.949 | 4.285 | 4.577 | 4.816 | 9,3%                  |
| Cine                     | 266   | 407   | 513   | 503   | 479   | 509   | 526   | 545   | 560   | 2,2%                  |

\*Incluye 'suscripciones de vídeo bajo demanda (SVOD)', 'transacción de vídeo bajo demanda (TVOD)' y 'publicidad de vídeo bajo demanda (AVOD)'. Fuente: Entertainment and Media Outlook 2025-2029 Spain, PwC.

Desde EthiFinance, se prevé que la evolución del sector se mantenga positiva en los próximos años, aunque en un contexto de crecimiento moderado y creciente complejidad competitiva. En este sentido, el desarrollo del sector estará condicionado por factores como la aceleración de la digitalización, la fragmentación de audiencias, el avance de nuevos formatos publicitarios —incluyendo el crecimiento del *retail media*— y la intensificación de la competencia entre plataformas. Asimismo, destaca el papel creciente de la inteligencia artificial, que se prevé tendrá un impacto transversal en la cadena de valor del sector, especialmente en ámbitos como la creación, distribución y personalización de contenidos, así como en la optimización de la inversión publicitaria, actuando como un catalizador de eficiencia y generación de valor a medio y largo plazo.

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

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

### Posicionamiento Competitivo

- Mejora progresiva del posicionamiento competitivo, aunque todavía condicionado por su reducida escala.

El posicionamiento competitivo del Grupo Squirrel se ve limitado por su escala, algo más reducida en el sector en cuanto a volumen de ingresos. No obstante, la compañía continúa presentando una mejora de su posicionamiento competitivo en los últimos años, derivada de la estrategia de expansión, tanto orgánica como inorgánica, que está

llevando a cabo. La diversificación geográfica continúa limitada por una elevada exposición al mercado español, que además se incrementó en 2025 (73,3% de las ventas vs 63,5% en 2024) debido a la consolidación de la adquisición del Grupo IKI en el ejercicio completo. Además de España, destacan Alemania e Italia dentro de Europa (17,4% de las ventas), y América, con un 7,3% de las ventas de 2025, donde sobresale LATAM, que supone un 72,0% de las ventas en la región.

### Diversificación geográfica (2025). Miles de €.

|              | 2024           | Peso  | 2025           | Peso  | Variación    |
|--------------|----------------|-------|----------------|-------|--------------|
| España       | 91.009         | 63,5% | 178.650        | 73,3% | 96,3%        |
| Europa       | 33.621         | 23,4% | 46.833         | 19,2% | 39,3%        |
| América      | 14.613         | 10,2% | 17.812         | 7,3%  | 21,9%        |
| Resto        | 4.142          | 2,9%  | 312            | 0,1%  | -92,5%       |
| <b>Total</b> | <b>143.385</b> |       | <b>243.607</b> |       | <b>69,9%</b> |

La actividad de Squirrel dentro de su sector se divide en tres segmentos operativos, dentro de los cuales destaca, en 2024 y 2025, el segmento de 'Media', que ha sido la principal fuente generadora de ingresos del ejercicio, con un incremento especialmente relevante en 2025 dada la incorporación al grupo de NF Media y la incorporación para el año completo de IKI Group. En segundo lugar, se sitúa el área de 'Contenidos', con un incremento de su facturación del 14,7% sobre el ejercicio anterior debido al devengo de los derechos audiovisuales cuyo estreno se retrasó el año pasado. De acuerdo con el business plan actualizado del grupo, Squirrel prevé un crecimiento relevante tanto en el área de 'Media' como en el área de 'Contenidos' durante el periodo proyectado (2026-2028), manteniéndose la primera como principal segmento por volumen de ingresos. En el caso de 'Contenidos', este crecimiento estaría apoyado en una inversión proyectada de €45m (acumulada en 2026-2027), una mayor orientación hacia la generación de contenido propio y una creciente presencia en el ámbito de la creación de contenido con *influencers*. No obstante, la materialización de estas previsiones estará sujeta a la correcta ejecución del plan y a la integración de las adquisiciones proyectadas.

### Diversificación operativa. Miles de €.

|                        | 2024           | Peso  | 2025           | Peso  | Variación |
|------------------------|----------------|-------|----------------|-------|-----------|
| Media                  | 74.225         | 51,8% | 179.810        | 73,8% | 142,2%    |
| Contenidos             | 32.679         | 22,8% | 37.468         | 15,4% | 14,7%     |
| Medios de Comunicación | 36.441         | 25,4% | 26.311         | 10,8% | -27,8%    |
| Estructura             | 22             | 0,0%  | 18             | 0,0%  | -18,2%    |
| <b>Total</b>           | <b>143.367</b> |       | <b>243.607</b> |       |           |

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

### Modelo de distribución de contenidos



En conjunto, nos encontramos ante un modelo de negocio multiproducto y multiterritorial, cubriendo distintas áreas del segmento 'media', tanto *offline* como *online*, donde existen numerosas sinergias entre los cuatro segmentos operativos del grupo, fortaleciendo sus ventajas competitivas y que son valorados positivamente por parte de EthiFinance ya que, ante un escenario de mayor estrés en la industria, Squirrel podría reducir los riesgos en cierto modo, con el negocio consistente, recurrente y de alta escalabilidad que presenta.

Por otro lado, Squirrel se encuentra expuesta a determinados riesgos en su actividad. Con relación al segmento de 'Contenidos', la monetización de los títulos adquiridos depende de la aceptación que tengan en el mercado con su estreno, por lo que cambios en los gustos y tendencias del público podrían afectar a esta vertiente. No obstante, la compañía señala que este riesgo se ve parcialmente mitigado por su mayor orientación hacia contenidos audiovisuales de alto valor comercial y recorrido de explotación frente a formatos de menor valor añadido. Por otra parte, el segmento de 'Media' se considera una actividad más cíclica, en la medida que, ante escenarios de mayor estrés en la economía, este negocio podría presentar un mayor impacto.

En cuanto a la concentración de clientes, Squirrel continúa presentando una exposición relevante, si bien durante 2025 se ha observado una mejora significativa en términos de diversificación. El top 5 y top 15 de clientes representaron el 35,9% y el 55,7% de los ingresos, respectivamente, frente al 41,2% y 71,0% a cierre de 2024. Aunque esta evolución reduce parcialmente el riesgo de concentración, es importante que la tendencia continúe en los próximos ejercicios.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado concentrado y *management* con una amplia experiencia en el sector.**

El accionista mayoritario de Squirrel Media es, desde 2018, Squirrel Capital, un *family office* controlado por D. Pablo Pereiro y que controla el 85,37% frente al 90,43% registrado a cierre de 2024. Esta reducción responde principalmente a las ampliaciones de capital realizadas para financiar parte del crecimiento inorgánico mediante emisión de nuevas acciones. Como consecuencia, la participación no controlada por Squirrel Capital aumentó hasta el 14,64% (9,57% en 2024), lo que valoramos positivamente, aunque la estructura accionarial continúa presentando una elevada concentración, lo que supone un riesgo en términos de dependencia del accionista mayoritario y de menor dispersión en la toma de decisiones societarias. Adicionalmente, según información trasladada por la compañía, la ejecución de las ampliaciones de capital previstas en relación con operaciones ya anunciadas y sujetas a aprobación por la Junta General elevaría la participación no controlada por Squirrel Capital hasta niveles cercanos al 19%, reforzando progresivamente la dispersión accionarial.

Además de ser el principal accionista, D. Pablo Pereiro, es el Presidente del Consejo de Administración y CEO del grupo, donde cabe destacar su extensa experiencia en el sector Media (+20 años), reflejándose en un elevado *know-how* y conocimiento del mercado. Sin embargo, el hecho de que su accionista mayoritario concentre la mayor parte del capital hace que el músculo financiero extra para apoyar a la compañía pudiera estar condicionado y limitado, si bien este riesgo se ve parcialmente atenuado por la condición de Grupo Squirrel como empresa cotizada. El grupo mantiene un enfoque orientado a financiar la mayoría de las operaciones de M&A mediante canje de acciones, lo que favorece una progresiva mejora de los niveles de endeudamiento y solvencia. Cabe señalar que, en las últimas adquisiciones vía canje de acciones, la valoración de las mismas ha sido de 3,20€/acción de acuerdo con lo reportado recientemente por la compañía a la CNMV (un 39% por encima de la cotización a cierre de 2025).

Con relación al *management*, también mencionamos la amplia experiencia mostrada en los puestos de dirección de cada una de las líneas de negocio de Squirrel, situado en torno a los 15/20 años, aspecto que favorece el desarrollo y ejecución de la estrategia del grupo. Además, cabe destacar que éste se está viendo reforzado por las recientes operaciones de M&A, integrando en Squirrel el *management* de las compañías adquiridas. No obstante, dado el fuerte crecimiento del grupo y la mayor complejidad operativa derivada de su expansión, consideramos necesario que la compañía continúe reforzando su estructura directiva y organizativa en los próximos ejercicios.

Por su parte, el Consejo de Administración del grupo está formado actualmente, tras su reestructuración en julio de 2024, por cinco miembros, de los cuales dos son independientes, frente a los siete miembros anteriores, con cuatro independiente. Todos ellos, al igual que el *management*, cuentan con amplia experiencia y *track-record* en el sector.

En cuanto a los principales *drivers* en el negocio de Squirrel Media, se centran principalmente en la apuesta por el desarrollo de una estrategia de crecimiento tanto orgánico como inorgánico, destacando para este último las diversas operaciones M&A realizadas en los últimos años y que se estima, a priori, continuarán.

Todo este crecimiento de los últimos años se ha estado produciendo bajo una política de financiación conservadora, adquiriendo, como ya se ha mencionado, compañías directamente con fondos propios y/o a través de un *mix* (mitad recursos propios y resto financiación bancaria).

A nivel de ESG, cabe destacar la publicación, por primera vez en 2024, del Informe de Sostenibilidad, lo que ha mejorado su calificación ESG, situándola en un rango intermedio, donde se mantiene en 2025, aunque mostrando una ligera mejora. En la vertiente '*Governance*' cabe destacar la priorización de los factores ESG en la matriz de materialidad. La cuestión '*Social*' destaca en 2025 por el aumento de las horas de formación a empleados y una menor tasas de rotación, aunque se ha reducido la representación de mujeres en el *management*. Por último, la vertiente '*Environmental*' mejora en 2025 por el mayor grado de transparencia y cobertura de la información reportada, tras comenzar a publicar estos datos en 2024. No obstante, los indicadores ambientales muestran un deterioro en términos absolutos, con un aumento de los consumos energéticos y de las emisiones reportadas, en parte condicionado por la ampliación del perímetro y la mejora en la trazabilidad de la información. En este sentido, se valora positivamente el avance en reporte y formalización de la gestión ambiental, aunque una mejora más sustantiva de la valoración debería

venir respaldada por una reducción efectiva de emisiones y consumos en términos comparables en próximos ejercicios.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- Evolución creciente de la facturación, manteniendo márgenes de rentabilidad adecuados.

| Rentabilidad. Miles de €. <sup>(1)</sup> |         |         |         |        |        |
|--|---------|---------|---------|--------|--------|
|  | FY23    | FY24    | FY25    | 24vs23 | 25vs24 |
| Facturación                              | 129.644 | 144.491 | 244.624 | 11,5%  | 69,3%  |
| Mg Bruto                                 | 28,6%   | 24,5%   | 19,0%   | -4,1pp | -5,5pp |
| EBITDA Aj.                               | 22.005  | 19.791  | 23.711  | -10,1% | 19,8%  |
| Mg EBITDA Aj.                            | 17,0%   | 13,7%   | 9,7%    | -3,3pp | -4,0pp |
| EBIT                                     | 15.243  | 10.157  | 10.273  | -33,4% | 1,1%   |
| Mg EBIT                                  | 11,8%   | 7,0%    | 4,2%    | -4,7pp | -2,8pp |
| Gastos Financieros                       | -1.858  | -2.819  | -3.582  | -51,7% | -27,1% |
| EBT                                      | 13.754  | 7.864   | 8.364   | -42,8% | 6,4%   |

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2025, la facturación se situaría en €265,4m, el EBITDA en €28,3m (margen EBITDA de 10,7%) y el EBIT en €14,6m (margen de 5,5%).

La evolución del negocio de Grupo Squirrel Media ha experimentado un notable incremento en los últimos años, principalmente derivado de la integración de adquisiciones recientes. Su facturación se impulsó significativamente en 2025, alcanzando cifras de €244,6m (€265,4m en el ejercicio proforma, que considera las adquisiciones formalizadas en 2025 de NF Media y MATPRO, Pretopay, Tignetwork y Tipsterpage, y AV), con un crecimiento del 69,3% sobre el ejercicio 2024, impulsado fundamentalmente por el crecimiento inorgánico del segmento de 'Media'. El margen EBITDA se redujo en 4 puntos porcentuales hasta situarse en 9,7% (10,7% en el ejercicio proforma, -1,2pp YoY). Esta reducción responde principalmente a un mix, derivado del mayor peso del área de Media, que presenta márgenes inferiores a Contenidos, así como a un incremento de los costes de estructura. Por otra parte, el incremento de los gastos financieros en 2025 (€3,6m vs €2,8m en 2024) han impactado al EBT de ese ejercicio, no obstante, ha presentado un incremento interanual dado el mayor volumen de negocio del ejercicio, situándose en €8,4m (+6,4% YoY).

Por segmento operativo, para el último año auditado 2025, el área de 'Media' ha registrado un fuerte incremento del volumen de negocios, situándose en €179,8m (+142,2% YoY) impulsado por la integración en el ejercicio completo de IKI Group y la reciente adquisición de NF Media. El margen EBITDA se ha recuperado respecto al ejercicio anterior, situándose en 9,3% (6,7% en 2024 por el impacto de la adquisición de IKI). Por su parte, el área de 'Contenidos' ha experimentado asimismo un aumento en 2025, debido al devengo de los derechos audiovisuales de ejercicios anteriores (+14,7% YoY), manteniendo un margen EBITDA muy elevado, del 30% en 2025. Por último, el segmento 'Medios de comunicación' ha mostrado un descenso en su facturación del 27,8% respecto al ejercicio anterior, debido a la nueva explotación propia de canales de televisión (Squirrel y Squirrel Dos), antes cedidos a Paramount y Disney.

| Desglose facturación y resultados por segmento operativo (2025). Miles de €. |         |                        |            |
|--|---------|------------------------|------------|
|  | Media   | Medios de comunicación | Contenidos |
| Facturación  | 179.810 | 26.311                 | 37.468     |
| EBITDA   | 16.649  | -608                   | 11.251     |
| Mg. EBITDA   | 9,3%    | -2,3%                  | 30,0%      |
| EBIT   | 15.594  | -1.662                 | 2.140      |
| Mg. EBIT   | 8,7%    | -6,3%                  | 5,7%       |
| EBT  | 15.777  | -1.842                 | 186        |
| Mg. EBT  | 8,8%    | -7,0%                  | 0,5%       |

El grupo proyecta, para el periodo 2026-2028, un notable aumento de la facturación (CAGR25-28 20,5%), focalizado en las áreas de Contenidos (CAGR25-28 43,1%) y Media (CAGR25-28 15,9%), consecuencia del crecimiento orgánico de los segmentos y de las operaciones de M&A acordadas, según confirma la compañía. Asimismo, Squirrel estima la generación de un consistente margen EBITDA, que se situaría en torno al 14% en 2027 y 15% en 2028, apoyada en el mayor peso de área de 'Contenidos', con mayores márgenes, y en una mejora de la rentabilidad del segmento de 'Media' derivada del aumento de escala.

## Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento controlado a pesar de la expansión del negocio y adecuada cobertura de intereses.

El perfil de deuda de Squirrel ha estado marcado en los últimos ejercicios por la actual estrategia de expansión, tanto orgánica como inorgánica, y que está teniendo reflejo en un incremento progresivo del volumen de deuda. No obstante, la compañía ha mantenido en 2025 un volumen estable respecto al ejercicio anterior, con una cifra de €66,3m (+1,9% YoY).

| Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. <sup>(1)</sup> |               |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|
|  | 2023          | 2024          | 2025          |
| Deuda bancaria                                 | 33.594        | 46.828        | 43.274        |
| Bonos MARF                                     | 5.100         | 5.100         | 5.100         |
| <b>DFT (Squirrel Media)</b>                    | <b>38.694</b> | <b>51.928</b> | <b>48.374</b> |
| Otros pasivos financieros <sup>(2)</sup>       | 4.177         | 3.309         | 4.885         |
| Pagos aplazados compras compañías (+)          | 7.591         | 2.887         | 9.062         |
| Factoring sin recurso (+)                      | 4.650         | 6.892         | 4.022         |
| Proveedores de inmovilizado (+)                |               | 104           | 0             |
| <b>DFT</b>                                     | <b>55.112</b> | <b>65.120</b> | <b>66.342</b> |
| Cash <sup>(3)</sup>                            | 8.352         | 7.497         | 10.757        |
| DFN (Squirrel Media)                           | 30.342        | 44.431        | 37.617        |
| DFN Ajustada                                   | 46.760        | 57.623        | 55.585        |
| EBITDA (reportado por Squirrel)                | 22.005        | 19.791        | 23.711        |
| EBITDA   | 22.005        | 19.791        | 23.711        |
| <b>DFN/EBITDA (Squirrel)</b>                   | <b>1,4x</b>   | <b>2,2x</b>   | <b>1,6x</b>   |
| <b>DFN/EBITDA</b>                              | <b>2,1x</b>   | <b>2,9x</b>   | <b>2,3x</b>   |

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2025, el ratio DFN/EBITDA se situaría en 2,0x. <sup>(2)</sup> 'Otros pasivos financieros' incorporan principalmente pasivos por NIIF 16. <sup>(3)</sup> En 2023, 2024 y 2025, se excluyen €6,3m, €2,1m y €1,3m, respectivamente, asociados al contrato de prestación de servicios de los Latin Grammy, al estar restringidos y solamente disponibles para este servicio.

En conjunto, el grupo ha mostrado, en los últimos ejercicios analizados, unos ratios de DFN/EBITDA en valores controlados. En 2025, el ratio se ha reducido respecto al ejercicio anterior por la mayor generación de resultados operativos, situándose en 2,3 (2,9x en 2024), 2,0x en el ejercicio proforma dado el mayor EBITDA generado por las compañías integradas en 2025. La cobertura de intereses, por su parte, se mantiene en niveles adecuados a pesar de la reducción experimentada en los últimos años, situándose en 6,6x en 2025 vs 7,0x en 2024 (ejercicios auditados).

La compañía estima un incremento de la deuda financiera a cierre de 2026 como consecuencia de la formalización, en abril de 2026, de un préstamo sindicado por importe de €22,5m, con vencimiento a seis años. Cabe señalar que el bono de €5,1m emitido en el MARF en 2023 ha sido amortizado por la compañía. La financiación, en la que participa el ICO junto con entidades financieras privadas, está destinada principalmente a la adquisición de nuevo contenido audiovisual (que contribuiría a apoyar la evolución operativa del segmento de Contenidos en 2026 y 2027), así como al refuerzo de la estructura de financiación, inversión y crecimiento del grupo. Asimismo, Squirrel contempla acudir nuevamente al MARF en 2026 mediante una emisión de deuda bajo un marco máximo, que inicialmente ha sido definida en €22,5m.

No obstante, a pesar del incremento de deuda estimado para 2026, Squirrel prevé mantener unos ratios de endeudamiento equilibrados, apoyados en el crecimiento esperado del EBITDA y del FFO, derivado de las sinergias de las operaciones realizadas de M&A, así como del crecimiento orgánico de su actividad. Para los próximos ejercicios (2027-2028), la compañía estima una progresiva reducción del endeudamiento, favorecido por el aumento previsto de la generación operativa y por una estrategia de crecimiento inorgánico que se financiaría mayoritariamente mediante canje de acciones, limitando el recurso a nueva deuda financiera.

En todo caso, la evolución del endeudamiento continuará condicionada por la ejecución del plan de crecimiento, la integración de las adquisiciones realizadas, la materialización de las sinergias previstas y la adecuada gestión del working capital. Desde EthiFinance Ratings consideramos que el avance en la generación operativa y la consolidación de los resultados proyectados para 2026-2028 serán elementos clave para mantener su adecuada posición económico-financiera.

## Análisis de Flujo de Caja

- FFO positivo y recuperación del CFL.

| Cash flow. Miles de €. <sup>(1)</sup>        |                |                |                |                |               |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
|  | FY23           | FY24           | FY25           | 24vs23         | 25vs24        |
| Funds From Operations                        | 20.468         | 18.092         | 22.623         | -11,6%         | 25,0%         |
| <b>Funds From Operations Aj.</b>             | <b>20.468</b>  | <b>18.092</b>  | <b>22.623</b>  | <b>-11,6%</b>  | <b>25,0%</b>  |
| +/- variación WK                             | 10.539         | 10.708         | -650           | 1,6%           | -106,1%       |
| <b>Cash Flow Operativo Aj.</b>               | <b>31.007</b>  | <b>28.800</b>  | <b>21.973</b>  | <b>-7,1%</b>   | <b>-23,7%</b> |
| Capex  | -21.181        | -40.313        | -9.769         | -90,3%         | 75,8%         |
| M&A  | 797            | -7.593         | -6.563         | -1052,7%       | 13,6%         |
| Otras  | -7.499         | 1.443          | -1.620         | 119,2%         | -212,3%       |
| <b>Cash Flow Inversión</b>                   | <b>-27.883</b> | <b>-46.463</b> | <b>-17.952</b> | <b>-66,6%</b>  | <b>61,4%</b>  |
| <b>Cash Flow Libre Aj.</b>                   | <b>3.124</b>   | <b>-17.663</b> | <b>4.021</b>   | <b>-665,4%</b> | <b>122,8%</b> |
| +/- variación patrimonio                     | 0              | 0              | 0              | n.a.           | n.a.          |
| - Dividendos                                 | 0              | 0              | 0              | n.a.           | n.a.          |
| <b>Cash Flow Final Generado Internamente</b> | <b>3.124</b>   | <b>-17.663</b> | <b>4.021</b>   | <b>-665,4%</b> | <b>122,8%</b> |

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2025, el FFO se situaría en €27,0m (calculado por EthiFinance).

El grupo ha reflejado una evolución positiva en los últimos años en la generación del *Funds From Operations*, mostrando una CAGR21-25 de 28,9%. En 2025 ha alcanzado su cifra más alta, €22,6m (+25,0% YoY), consecuencia de la mayor generación de EBITDA. Con cifras proforma, el FFO se situaría en €27,0m (cálculo realizado por EthiFinance a partir de las cifras facilitadas por la compañía), lo que supondría un incremento del 27,4% sobre el ejercicio proforma anterior. Esta mejora, unido al control de la deuda financiera en 2025, se traslada en un incremento del ratio FFO/DFN que se sitúa en un 40,7% (+9,3 pp YoY), 48,6% en el ejercicio proforma.

Si bien en 2025 se ha reflejado una mayor generación de fondos, el impacto del *working capital* ha limitado la evolución del *cash flow* operativo (CFO), que se situó en €22,0m (-23,7% YoY). Por otro lado, el menor *capex* ha favorecido la evolución del *cash flow* libre, con un *cash flow* de inversión de -€18,0m frente a -€46,5m en 2024. En este sentido, cabe destacar que la compañía está revisando su política de inversión en contenidos, con una estrategia más selectiva y menos intensiva en la adquisición anticipada de derechos audiovisuales, priorizando inversiones con mayor visibilidad comercial y una recuperación de caja más rápida. Con todo ello, el grupo ha generado un *cash flow* libre positivo de €4,0m, frente al consumo de caja de €17,1m registrado en 2024, reflejando una mejora en la conversión de caja. No obstante, la evolución futura del *cash flow* seguirá condicionada por las necesidades de inversión en contenidos, la ejecución del plan de crecimiento y la gestión del *working capital*.

## Capitalización

- Elevados niveles de capitalización.

| Estructura de activo y financiación. Miles de €. <sup>(1)</sup> |         |         |         |        |        |
|---|---------|---------|---------|--------|--------|
|   | FY23    | FY24    | FY25    | 24vs23 | 25vs24 |
| Total Activo  | 173.564 | 211.630 | 258.344 | 21,9%  | 22,1%  |
| Activo No Corriente   | 123.058 | 157.490 | 161.956 | 28,0%  | 2,8%   |
| Activo Corriente  | 50.506  | 54.140  | 96.388  | 7,2%   | 78,0%  |
| NOF   | 11.629  | 6.730   | 2.178   | -42,1% | -67,6% |
| Patrimonio Neto   | 65.312  | 72.028  | 76.184  | 10,3%  | 5,8%   |
| Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)                               | 55.112  | 65.122  | 66.341  | 18,2%  | 1,9%   |
| Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)                                | 46.760  | 57.625  | 55.584  | 23,2%  | -3,5%  |
| PN/DFTa   | 118,5%  | 110,6%  | 114,8%  | -7,9pp | 4,2pp  |
| DFNa/EBITDA Aj.   | 2,1x    | 2,9x    | 2,3x    | 0,8x   | -0,6x  |
| EBITDA Aj./Intereses Aj   | 11,8x   | 7,0x    | 6,6x    | -4,8x  | -0,4x  |

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2025, el EBITDA se situaría en €28,3m (margen EBITDA de 10,7%), con unos ratios DFN/EBITDA y EBITDA/intereses de 2,0x y 7,9x, respectivamente.

El Grupo Squirrel presenta una estructura de activo más concentrada en el largo plazo (62,7% del total inversión en 2025), con una mayor importancia del inmovilizado intangible (52,3%) y que se compone principalmente por: i) derechos audiovisuales de la compañía, y ii) fondo de comercio. Este elevado nivel de activo intangible hace que

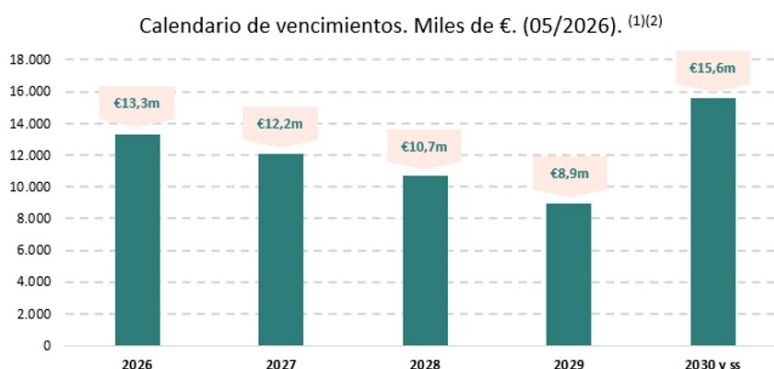
cualquier deterioro significativo en su valor pueda erosionar los niveles de capitalización del grupo. No obstante, se trata de un riesgo común en la industria, que está tendiendo a la concentración mediante operaciones de M&A.

Respecto a la estructura de financiación, el grupo presenta una adecuada distribución de sus fuentes de financiación, basado en un constante refuerzo del patrimonio neto que, unido a unos niveles controlados de endeudamiento financiero, propician un buen perfil de capitalización. En este sentido, el ratio PN/DFT se situó a cierre de 2025 en 114,8% (+4,2pp YoY), manteniendo cifras favorables. En cualquier caso, nos encontramos ante una compañía con una estructura de fondos propios sólida y que, además, se ha continuado reforzando en los últimos años, apoyada tanto en los resultados positivos registrados como en las ampliaciones de capital llevadas para financiar operaciones corporativas mediante entrega de acciones. En este sentido, destacan en 2025 dos ampliaciones de capital, de €1,3m en julio, con una prima de emisión de €7,4m, y de €1,4m en octubre, con una prima de emisión de €6,9m. Cabe destacar asimismo el incremento del patrimonio neto en el 1T 2026, pasando de €76,2m a cierre de 2025 a €82,6m. Adicionalmente, según información trasladada por la compañía, la ampliación de capital prevista para su aprobación en la Junta General de junio de 2026 reforzará el *equity* del grupo en aproximadamente €14,5m, alcanzando cifras cercanas a los €100m. Desde EthiFinance Ratings se valora positivamente la política financiera adoptada por el grupo para acometer su estrategia de expansión mediante operaciones de M&A financiadas, en su mayor parte, mediante emisión de nuevas acciones. Se espera que esta política contribuya a reforzar aún más la estructura de financiación de la compañía en los próximos ejercicios.

## Liquidez

- Buena situación de liquidez basada en un adecuado ratio y un sólido perfil de refinanciación.

Desde la fusión inversa con Vértice 360°, Squirrel Media presenta una generación de caja operativa positiva y creciente desde 2020, impulsada por su estrategia de expansión. El grupo mantiene un ratio de liquidez adecuado, apoyado en su posición de caja de €10,8m (descontada la caja restringida) y una generación de fondos operativos positivos. Además, cabe señalar, que el grupo presenta un buen perfil de refinanciación, por lo que no se estiman dificultades en el acceso a deuda externa y mercados de deuda.



<sup>(1)</sup> No se incluye el vencimiento de las líneas que han sido renovadas. <sup>(2)</sup> Incluye el vencimiento de otros pasivos financieros.

Desde EthiFinance Ratings se considera que el calendario de vencimientos de Squirrel presenta una distribución razonablemente equilibrada, con una amortización estimada a corto plazo (2026-2027) de un 41,9% y del 26,7% para 2030 y siguientes, con datos a mayo de 2026. Si bien esta estructura no evidencia una presión significativa de refinanciación en el corto plazo, el mantenimiento de una adecuada posición de liquidez y del acceso a financiación externa seguirá siendo relevante, especialmente teniendo en cuenta la fase de crecimiento e inversión en la que se encuentra la compañía. En este sentido, la nueva financiación formalizada en 2026, junto con las operaciones de financiación previstas, contribuirían a reforzar la posición de liquidez y a dotar de mayor flexibilidad al calendario de vencimientos.

## Modificadores

### Controversias

- No se han detectado controversias significativas.

### Riesgo País

- No existe riesgo país atendiendo a los mercados en los que opera el grupo.

## Principales Magnitudes Financieras

| Principales magnitudes. Miles de €. <sup>(1)</sup> |         |         |         |         |        |
|--|---------|---------|---------|---------|--------|
|  | FY23    | FY24    | FY25    | 24vs23  | 25vs24 |
| Facturación  | 129.644 | 144.491 | 244.624 | 11,5%   | 69,3%  |
| EBITDA   | 22.005  | 19.791  | 23.711  | -10,1%  | 19,8%  |
| Margen EBITDA                                      | 17,0%   | 13,7%   | 9,7%    | -3,3pp  | -4,0pp |
| EBIT   | 15.243  | 10.157  | 10.273  | -33,4%  | 1,1%   |
| Margen EBIT  | 11,8%   | 7,0%    | 4,2%    | -4,7pp  | -2,8pp |
| EBT  | 13.754  | 7.864   | 8.364   | -42,8%  | 6,4%   |
| Total Activo                                       | 173.564 | 211.630 | 258.344 | 21,9%   | 22,1%  |
| Patrimonio Neto                                    | 65.312  | 72.028  | 76.184  | 10,3%   | 5,8%   |
| Deuda Financiera Total Ajustada                    | 55.112  | 65.122  | 66.341  | 18,2%   | 1,9%   |
| Deuda Financiera Neta Ajustada                     | 46.760  | 57.625  | 55.584  | 23,2%   | -3,5%  |
| PN/DFT   | 118,5%  | 110,6%  | 114,8%  | -7,9pp  | 4,2pp  |
| DFN Aj/EBITDA                                      | 2,1x    | 2,9x    | 2,3x    | 0,8x    | -0,6x  |
| Funds From Operations                              | 20.468  | 18.092  | 22.623  | -11,6%  | 25,0%  |
| FFO/DFN Aj   | 43,8%   | 31,4%   | 40,7%   | -12,4pp | 9,3pp  |
| EBITDA/Intereses                                   | 11,8x   | 7,0x    | 6,6x    | -4,8x   | -0,4x  |

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2025, la facturación se situaría en €265,4m y el EBITDA en €28,3m (margen EBITDA de 10,7%), con unos ratios DFN/EBITDA, FFO/DFN y EBITDA/intereses de 2,0x, 48,6% y 7,9x, respectivamente.

## Credit Rating

| Credit Rating               |               |
|-----------------------------|---------------|
| <b>Perfil Negocio</b>       | <b>BB+</b>    |
| Análisis Sectorial          | BBB           |
| <i>Ajuste ESG</i>           | <i>Neutro</i> |
| Posicionamiento Competitivo | BB            |
| Gobierno corporativo        | BB            |
| <b>Perfil Financiero</b>    | <b>BBB+</b>   |
| Cash flow y endeudamiento   | BBB+          |
| Capitalización              | A-            |
| <i>ESG Compañía</i>         | <i>Neutro</i> |
| <b>Anchor Rating</b>        | <b>BBB-</b>   |
| <i>Modificadores</i>        | <i>No</i>     |
| <b>Rating</b>               | <b>BBB-</b>   |

## Análisis de Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

El cumplimiento del business plan, con especial foco en el segmento de Contenidos, será un factor necesario para una potencial revisión al alza de la calificación, en la medida en que permitiría consolidar las cifras proyectadas, reforzar la generación operativa y mejorar los márgenes del grupo. La materialización de las perspectivas positivas del sector, apoyadas en el crecimiento de la publicidad digital, los nuevos formatos audiovisuales, el desarrollo del vídeo OTT/AVOD y la progresiva digitalización de los modelos de monetización, podría favorecer a Squirrel, dado su posicionamiento integrado en publicidad, contenidos y medios de comunicación. En este contexto, una adecuada ejecución del plan de negocio, con consolidación de las cifras proyectadas, materialización de sinergias derivadas de las operaciones de M&A y crecimiento orgánico sostenido, podría traducirse en una mejora de la generación operativa y de los márgenes del grupo. Asimismo, el mantenimiento de una política financiera conservadora, con M&A financiado mayoritariamente mediante canje de acciones, contribuiría al fortalecimiento de los fondos propios y a la mejora de la estructura financiera. Todo ello podría derivar en un fortalecimiento de los ratios crediticios promedio, obteniendo valores como DFN/EBITDA <1,5x, FFO/DFN >50%, cobertura de intereses por encima de 10x y mantenimiento de una capitalización sólida, con PN/DFT >150%. Adicionalmente, una ampliación del calendario de vencimientos, junto con compromisos financieros más holgados en el tiempo, serían factores positivos para el perfil de

liquidez del grupo.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Una desviación significativa de las perspectivas sectoriales previstas, derivada de un menor dinamismo del mercado publicitario, presión sobre el consumo, menor inversión en contenidos o mayor competencia en publicidad digital y OTT, podría limitar el crecimiento y la generación de caja de Squirrel. Este escenario tendría especial relevancia dada la etapa de expansión en la que se encuentra la compañía, con integración de adquisiciones recientes, mayores necesidades de inversión y dependencia de la ejecución del plan de negocio para consolidar la mejora esperada de resultados. Asimismo, una peor evolución de los estrenos, retrasos en la monetización del catálogo, menor materialización de sinergias o mayor recurso a deuda para financiar operaciones de M&A y/o necesidades de circulante podrían presionar la liquidez y los ratios crediticios del grupo. La materialización de estos escenarios, junto con ratios como DFN/EBITDA >3x, FFO/DFN <30%, cobertura de intereses <7x, PN/DFT <100%, así como un empeoramiento de los niveles de liquidez con mayores obligaciones de pago (deuda y *capex*) con relación a la caja operativa y *cash* disponible, podría derivar en una revisión a la baja de la calificación.

## Sources of information

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

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

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

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
  - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

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

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

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

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

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