



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Positive



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 5.1 M €

Initiation date

| | |
|---------------------------|------------|
| Long term | 25/04/2023 |
| Senior Secured 5.1 M € | 19/06/2024 |
| Rating Date | 19/06/2025 |

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-”, cambiando la tendencia de Estable a Positiva. Además, se afirma la calificación de la emisión de bonos en “BBB”.
- El cambio en la tendencia, de Estable a Positiva, se fundamenta en la favorable evolución que ha presentado la compañía en los últimos ejercicios, con un notable incremento interanual de su actividad, sostenida por el crecimiento orgánico e inorgánico que lleva a cabo, manteniendo márgenes adecuados, así como un endeudamiento en niveles controlados y una creciente capitalización.
- Squirrel es un grupo español especializado en comunicación, publicidad y contenidos audiovisuales, con un enfoque multiproducto y multiterritorial. El grupo centra su actividad en cuatro áreas de negocio principales: publicidad, contenidos, medios de comunicación y tecnología (TMT).
- 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 controlada, 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, lo que ha reforzado sus ventajas competitivas, iii) adecuada estructura económico-financiera de la compañía, con un apalancamiento financiero controlado a pesar de encontrarse en una fase de expansión, manteniendo asimismo una sólida capitalización, y iv) buen perfil de liquidez, que le permite, a priori, hacer frente a sus compromisos de *capex* y obligaciones a corto plazo junto con un perfil de refinanciación favorable que facilita el acceso a recursos financieros.
- Por otra parte, el programa emitido en el MARF (noviembre 2023) está apoyado por un elevado ratio de cobertura para atender el mismo con la garantía establecida (2x) y un *covenant* financiero (DFN/EBITDA<3x) que refleja, a priori, el mantenimiento de una favorable estructura económico y financiera.
- No obstante, la calificación se ve limitada por: i) el tamaño y escala de la compañía en cuanto a ingresos, ii) la concentración geográfica y de clientes, iii) concentración de la estructura accionarial, y iv) la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad con un fuerte crecimiento inorgánico (financiándose en parte 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.
- 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 para 2025-2027, que han sido analizadas internamente y no están reflejadas en el informe por petición expresa de Squirrel Media (cotizada en el mercado continuo), si bien la compañía comunicó el pasado 3 de abril los principales términos de este plan.

Descripción de la Compañía

Squirrel Media es un grupo independiente de comunicación que está enmarcado dentro del sector media y entretenimiento. 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 360º 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 260 empleados en 2024 y 306 a cierre del ejercicio. Los ingresos totales ascendieron a €144,5m con un EBITDA de €19,8m (€191,3m y €22,7m respectivamente en el ejercicio proforma, considerando las adquisiciones formalizadas en 2024). El ratio DFN/EBITDA se mantuvo en valores controlados de 2,9x (2,5x según cifras proforma). Durante 2024, la acción de Squirrel registró una caída del 16,8 %. No obstante el valor de la acción ha experimentado un aumento significativo en el primer semestre de 2025, situándose la capitalización bursátil en €206m.

Squirrel presenta cuatro líneas de negocio directamente relacionadas entre sí:

- 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 la reciente adquisición de Grupo NF Media y MATPRO, lo que ha consolidado a Squirrel Media como el 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, Squirrel Studio, Comercial TV y Eva Films. Según información de la compañía, este segmento se sitúa como el primer operador del mercado español por volumen de facturación.

- **Medios de comunicación.** Dispone de varios canales en abierto, así como plataformas globales de canales de pago. En este contexto, destaca el lanzamiento, el 7 de enero de 2025, del canal nacional en abierto "Squirrel", 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, con una cuota de pantalla agregada cercana al 3% de acuerdo con la última información de audiencia de TV existente (facilitada por la compañía).
- **Tecnología (TMT).** Ofrece servicios de *broadcasting*, retransmisión de eventos en directo (con flota de unidades móviles de producción y transmisión), telepuertos, audiovisuales, consultoría y, además, es la unidad de soporte tecnológico para el grupo. Cabe señalar las recientes adquisiciones de Pretopay y TipsterPage al segmento.

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, opera en más de 70 países, con presencia destacada en Europa (especialmente en España e Italia), América Latina (Chile, Perú, Brasil, México y Argentina) y Asia (India y el sudeste asiático).

El grupo Squirrel está compuesto por más de 30 sociedades filiales organizadas conforme a las cuatro 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 compuesto para 2024-2028 del 2,6% en España y del 3,9% a nivel mundial, 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, se prevé una inversión en este sector de €1,603m para el periodo 2021-2025, todo ello definido en el plan del Gobierno de convertir al país en el mayor Hub Audiovisual de Europa (Agenda España Digital 2026), con un mayor esfuerzo en la promoción y digitalización de las actividades audiovisuales. Además de esta inversión en el sector, destacan los incentivos fiscales que presenta España para la producción de contenidos, que actualmente ocupa el sexto lugar en la Unión Europea (UE) en número de títulos producidos.

En cuanto a la evolución del sector a nivel mundial, tras la caída que experimentó por el impacto del Covid-19, se retomó la tendencia de crecimiento en el periodo 2021-2023 (+10,6%, +5,4% y +5% interanual en cada ejercicio, respectivamente) y se estima que seguirá creciendo en los próximos años, aunque reflejando una desaceleración, con una tasa media anual del 3,9% hasta 2028. En España el escenario ha sido similar, y se espera que los ingresos puedan rondar los €42.907m en 2028 (un crecimiento anual compuesto del 2,6%, frente al 4,6% estimado el año anterior para el periodo 2023-2027).

Según el Estudio InfoAdex de la Inversión Publicitaria en España 2025, el nivel de inversión en publicidad en España experimentó un incremento del 3,8% en 2024 (+4,2% en medios controlados, que alcanzaron €6.186,6m, y +3,4% en medios estimados, con un volumen de €6.894,0). Dentro de los medios controlados cabe destacar el que podría denominarse 'digital', conformado por redes sociales, *search* y otros *websites*, y que encabezó la inversión de los medios publicitarios (€2,335.9m, un 37,7% del total de la inversión).

Inversión real estimada 2024 (medios controlados). Millones de €.

| | No Digital | Digital | Total | Cuota sobre el total | Var. 23vs24 |
|-----------------------|------------|---------|-------|----------------------|-------------|
| Cine | 23 | - | 23 | 0,4% | 13,6% |
| Diarios y dominicales | 339 | 410 | 749 | 12,1% | -3,7% |
| Exterior | 252 | 180 | 432 | 7,0% | 6,2% |
| Radio y Audio digital | 489 | 86 | 575 | 9,3% | 7,4% |
| Revistas | 127 | 88 | 214 | 3,5% | 1,7% |
| Redes Sociales | - | 856 | 856 | 13,8% | 8,5% |
| Search | - | 977 | 977 | 15,8% | 2,7% |
| Otros websites | - | 502 | 502 | 8,1% | 17,7% |
| Televisión | 1648 | 210 | 1857 | 30,0% | 2,1% |

Fuente: Infoadex, estudio de la inversión publicitaria en España 2025.

Por otro lado, destaca el fuerte incremento de los ingresos por publicidad en 'Video OTT', liderado por el auge de las plataformas de *streaming* (Netflix, HBO, Disney+, Amazon Prime, etc.), observándose a su vez un crecimiento plano de la inversión publicitaria en televisión que se traslada a las plataformas OTTs.

Facturación estimada por segmento en España. Millones de euros.

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | CAGR ₂₃₋₂₈ |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
| Publicidad en televisión | 1.622 | 1.773 | 1.679 | 1.625 | 1.687 | 1.617 | 1.582 | 1.559 | 1.525 | -1,2% |
| Publicidad en Internet | 2.936 | 3.928 | 4.251 | 4.580 | 5.047 | 5.502 | 5.910 | 6.276 | 6.521 | 7,3% |
| Publicidad exterior | 214 | 293 | 360 | 407 | 414 | 415 | 413 | 409 | 406 | 0,0% |
| Vídeo OTT * | 1.021 | 1.488 | 1.925 | 2.452 | 2.808 | 3.064 | 3.303 | 3.544 | 3.690 | 8,5% |
| Cine | 182 | 266 | 402 | 515 | 535 | 603 | 651 | 679 | 702 | 6,4% |

*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 2024-2028 Spain, PwC.

Desde EthiFinance prevemos que la evolución del sector será positiva para los próximos años, aunque condicionada por factores como una mayor digitalización, la adaptación a los cambios en los gustos de los consumidores, nuevas operaciones de M&A como estrategia de transformación y una mayor competencia en el mercado. Bajo este aspecto, destacamos la irrupción de la Inteligencia Artificial generativa, con fuerte potencial para incrementar la productividad (automatizando tareas como la edición o la creación de contenidos, entre otras) y la creatividad, impactando significativamente en el sector, estimándose que será mayor a medio-largo plazo.

- 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

- Refuerzo del posicionamiento del grupo en el mercado en los últimos años derivado de su estrategia de expansión.

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 está 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. Su diversificación geográfica muestra cierta concentración en España, que se ha visto incrementado en 2024 (63,5% de las ventas vs 57,9% en 2023) debido a la adquisición del Grupo IKI, que se espera que se diluya en los próximos ejercicios con el crecimiento de los segmentos y las próximas adquisiciones. Seguido de España, Alemania figura como segundo mercado (15,0% de las ventas). No obstante, esto se debe a un cambio contable que asigna las ventas en función del domicilio del cliente final, y no del lugar de prestación del servicio, por lo que la diversificación real sigue concentrada en España e Italia (no se dispone de información detallada de la diversificación geográfica según el lugar de realización del servicio).

| Diversificación geográfica (2024). Miles de €. | | | | | |
|--|----------------|-------|----------------|-------|------------|
| | 2023 | Peso | 2024 | Peso | Variación |
| España | 74.846 | 57,9% | 91.009 | 63,5% | 21,6% |
| Europa | 31.415 | 24,3% | 33.621 | 23,4% | 7,0% |
| América | 18.940 | 14,7% | 14.613 | 10,2% | -22,8% |
| Resto | 3.970 | 3,1% | 4.142 | 2,9% | 4,3% |
| Total | 129.171 | | 143.385 | | 11% |

La actividad de Squirrel dentro de su sector se divide en cuatro segmentos operativos, dentro de los cuales destaca, en 2024, segmento de 'Publicidad', que ha sido la principal fuente generadora de ingresos del ejercicio. En segundo lugar, se sitúa el área de 'Contenidos', habiendo registrado un descenso en su facturación del 41,3% sobre el ejercicio anterior debido al retraso en el estreno de 9 títulos, que han pasado al año 2025. De acuerdo con el *business plan* del grupo, Squirrel sitúa el área de 'Contenidos' como una de las principales fuentes de crecimiento para los próximos años, junto con el segmento de 'Publicidad'. En este sentido, durante 2024 se han realizado 59 estrenos, teniendo la compañía 91 estrenos previstos para 2025.

| Diversificación operativa. Miles de €. | | | | | |
|--|----------------|-------|----------------|-------|-----------|
| | 2023 | Peso | 2024 | Peso | Variación |
| Publicidad | 32.343 | 25,0% | 74.225 | 51,8% | 129,5% |
| Contenidos | 55.716 | 43,1% | 32.719 | 22,8% | -41,3% |
| Medios de Comunicación | 30.537 | 23,6% | 28.973 | 20,2% | -5,1% |
| TMT | 10.575 | 8,2% | 7.468 | 5,2% | -29,4% |
| Total | 129.171 | | 143.385 | | |

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. Por otra parte, el segmento de 'Publicidad' se considera una actividad más cíclica, en la medida que, ante escenarios de mayor estrés en la economía, este negocio podría presentar un mayor impacto. Además, Squirrel presenta una concentración de clientes notable que, si bien está presentando cada año una mayor diversificación, aún continúa suponiendo un riesgo, con un top 5 y top 15 que representaron el 41,2% y el 71,0% (48,6% y el 71,6%, respectivamente, a cierre de 2023). En este sentido, es importante que esta tendencia continúe en los próximos años para limitar el riesgo de concentración de clientes.

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 90,35% de las acciones a cierre de 2024. El resto de los accionistas se corresponden con el *free float* de la compañía, siendo cotizada en el mercado continuo.

Además de ser el principal accionista, 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. Este aspecto se ve atenuado por ser Grupo Squirrel una empresa cotizada, destacando en este sentido las últimas ampliaciones de capital realizadas en octubre de 2024 (€4,4m), y en marzo de 2025 (€6,3m y €1,5m). Estas operaciones, en las que se ha capitalizado una parte relevante de los importes aplazados derivados de adquisiciones, contribuirán a elevar el *free float* hasta niveles cercanos al 15% durante 2025. En línea con esta estrategia, 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, un 45% superior al precio actual de mercado, de acuerdo con lo reportado recientemente por la compañía a la CNMV.

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.

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 (antes había siete miembros, con cuatro de ellos independientes). 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. En la vertiente '*Governance*' cabe destacar la priorización de los factores ESG en la matriz de materialidad. La cuestión '*Social*' ha mejorado por la representación de mujeres en el *management*, así como por el ajuste de los ratios de rotación de empleados y otros relativos al absentismo y accidentes laborales. Por último, la vertiente '*Environmental*', ha presentado un gran avance, al obtener, por un lado, la certificación ISO 14001 de Sistemas de Gestión Ambiental en IKI y, por otro, al presentar datos relativos al uso y consumo de materias primas y energía. Si bien la información de este último bloque aún necesita de un mayor desarrollo (lo que limita su valoración) se evalúa positivamente desde EthiFinance, ya que supone un gran paso en el cuidado del medio ambiente.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

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

| Rentabilidad. Miles de €. | | | | | |
|---------------------------|--------|---------|---------------------|--------|--------|
| | FY22 | FY23 | FY24 ⁽¹⁾ | 23vs22 | 24vs23 |
| Facturación | 79.131 | 129.644 | 144.491 | 63,8% | 11,5% |
| Mg Bruto | 25,7% | 28,6% | 24,5% | 2,9pp | -4,1pp |
| EBITDA | 13.776 | 22.005 | 19.791 | 59,7% | -10,1% |
| Mg EBITDA | 17,4% | 17,0% | 13,7% | -0,4pp | -3,3pp |
| EBIT | 7.955 | 15.243 | 12.379 | 91,6% | -18,8% |
| Mg EBIT | 10,1% | 11,8% | 8,6% | 1,7pp | -3,2pp |
| Gastos Financieros | -1.123 | -1.858 | -2.819 | -65,4% | -51,7% |
| EBT | 6.548 | 13.754 | 8.132 | 110,0% | -40,9% |

⁽¹⁾ Con datos proforma 2024, incorporando las adquisiciones de Eva Films (abril de 2024) e IKI Group (julio de 2024), la facturación se situaría en €191,3m, el EBITDA en €22,7m (margen EBITDA de 11,8%), el EBIT en €15,2m (margen de 7,9%) y el EBT en €11,0m.

La evolución del negocio de Grupo Squirrel Media ha experimentado un notable incremento en los últimos años tras la integración con Vértice 360°. Su facturación se impulsó significativamente, alcanzando cifras de €191,3m en el ejercicio proforma 2024 (el ejercicio proforma considera las adquisiciones formalizadas en 2024, de Grupo IKI y EVA Films), con un CAGR20-24 de 56,3% y un crecimiento del 42,2% sobre el ejercicio 2023 proforma. En 2024 (proforma) el margen EBITDA se mantuvo en niveles favorables (11,8%), aunque registró una reducción de 1,4 puntos porcentuales respecto al ejercicio 2023 (proforma). Esta contracción responde principalmente a la reciente integración de Grupo IKI, cuyas actividades presentan márgenes operativos inferiores a los del segmento publicitario del grupo. No obstante, se espera que este efecto se diluya en los próximos ejercicios, permitiendo una recuperación y fortalecimiento progresivo de los márgenes. Por otra parte, el control de los gastos financieros ha permitido mantener unos resultados antes de impuestos (EBT) positivos, que ascendieron a €11,0 millones en términos proforma y €8,1 millones en cuentas auditadas, lo que representa una variación interanual del +12,6% y -40,9%, respectivamente.

Por segmento operativo, para el último año auditado 2024, el área de 'Publicidad' ha registrado un fuerte incremento del volumen de negocios (+129%, €74,2m) impulsado por la adquisición de IKI Group y que, a su vez, ha supuesto una reducción de su margen EBITDA (6,7% vs 10,1% en 2023). El área de 'Contenidos' ha experimentado un notable descenso en su facturación (€32,7m, -41,3% YoY), motivado principalmente por el retraso de algunas producciones y el aplazamiento del estreno de varios títulos previstos de 2024 para 2025. El segmento 'Media' se ha mantenido estable en términos interanuales, reflejando una evolución contenida en línea con el comportamiento del mercado. Por último, el segmento 'TMT' muestra márgenes negativos dada su finalidad y naturaleza de área de apoyo al resto de segmentos (anteriormente mostraba márgenes positivos por la reversión de provisiones, que ya ha sido finalizada). No obstante, con la reciente adquisición de Pretopay y otros activos que estarán incorporados en la división TMT, de acuerdo con lo informado por la compañía, el margen EBITDA de este segmento volverá a generar cifras positivas en los próximos ejercicios.

| Desglose facturación y resultados por segmento operativo (2024). Miles de €. | | | | |
|--|------------|--------|--------|------------|
| | Publicidad | Media | TMT | Contenidos |
| Facturación | 74.225 | 28.973 | 7.468 | 32.697 |
| EBITDA | 4.982 | 6.593 | -1.229 | 12.190 |
| Mg. EBITDA | 6,7% | 22,8% | -16,5% | 37,3% |
| EBIT | 4.907 | 7.300 | -1.497 | 5.051 |
| Mg. EBIT | 6,6% | 25,2% | -20,0% | 15,4% |
| EBT | 4.937 | 7.291 | -1.215 | 2.974 |
| Mg. EBT | 6,7% | 25,2% | -16,3% | 9,1% |

El grupo proyecta, para 2025 y 2026, un notable aumento de la facturación focalizado en las áreas de Contenidos (CAGR24-26 73,3%) y Publicidad (CAGR24-26 66,5%), 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 17% en 2026, apoyado en la estrategia llevada a cabo en el segmento de 'Contenidos', que optimiza las inversiones en *capex* y *opex* ya realizadas gran parte en los ejercicios anteriores, monetizando en los próximos ejercicios dichas inversiones y reforzando márgenes.

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento controlado a pesar de la etapa de expansión del negocio actual 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, y que ha alcanzado su pico en 2024, con una cifra de €65,1m (+18,2% YoY).

| Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. ⁽¹⁾ | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 |
| Deuda bancaria | 27.976 | 33.594 | 46.828 |
| Bonos MARF | | 5.100 | 5.100 |
| DFT (Squirrel Media) | 27.976 | 38.694 | 51.928 |
| Otros pasivos financieros ⁽²⁾ | 3.598 | 4.177 | 3.309 |
| Pagos aplazados compras compañías (+) | 7.772 | 7.591 | 2.887 |
| Factoring sin recurso (+) | | 4.650 | 6.892 |
| Proveedores de inmovilizado (+) | | | 104 |
| DFT | 39.346 | 55.112 | 65.120 |
| Cash ⁽³⁾ | 4.536 | 8.352 | 7.497 |
| DFN (Squirrel Media) | 23.440 | 30.342 | 44.431 |
| DFN | 34.810 | 46.760 | 57.623 |
| EBITDA (reportado por Squirrel) | 13.776 | 22.005 | 19.791 |
| EBITDA | 13.776 | 22.005 | 19.791 |
| DFN/EBITDA (Squirrel) | 1,7x | 1,4x | 2,2x |
| DFN/EBITDA | 2,5x | 2,1x | 2,9x |

⁽¹⁾ Con datos proforma 2024, incorporando las adquisiciones de Eva Films (abril de 2024) e IKI Group (julio de 2024), el ratio DFN/EBITDA se situaría en 2,5x. ⁽²⁾ 'Otros pasivos financieros' incorporan principalmente pasivos por NIIF 16 y un préstamo de ICF. ⁽³⁾ En 2023 y 2024, se excluyen €6,3m y €2,1m, 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 presentado históricamente, tras la reestructuración realizada por los problemas financieros que tuvo en el pasado, unos ratios de DFN/EBITDA en valores controlados. En los tres últimos ejercicios el ratio ha aumentado, situándose en 2,9x en 2024 (cifras auditadas), aunque se reduce a 2,5x en el ejercicio proforma, debido al mayor EBITDA generado por la integración de Grupo IKI. La cobertura de intereses, por su parte, se mantiene en niveles adecuados a pesar de la notable reducción experimentada en los últimos años (8x en 2024 proforma y 7x considerando los datos del ejercicio auditado; -3,8x YoY y -4,8x YoY, respectivamente), dado el mayor volumen de deuda.

La compañía estima una progresiva reducción de la deuda en los próximos ejercicios, acompañada de un aumento del EBITDA motivado por las sinergias derivadas de las operaciones de M&A, financiadas en su mayoría con emisión de nuevas acciones, y el propio crecimiento orgánico de su actividad. No obstante, las recientes adquisiciones y necesidades de *capex*, así como la necesidad de gestionar su *working capital* y reducir el periodo medio de cobro con sus principales clientes en el área de contenidos (grandes compañías como Amazon), propiciarán que el grupo tenga que incrementar sus líneas de circulante durante 2025 (en torno a €15m de límite total pendiente de cierre definitivo con Banco Sabadell de una nueva línea), aspecto que podría incrementar su deuda financiera. En este contexto, la compañía se encuentra en negociaciones para la implementación de ciertas soluciones estructurales en la deuda, orientadas a mejorar el calendario de vencimientos y la posición de tesorería, si bien estas actuaciones se encuentran en fase inicial y su resultado no está garantizado.

Desde EthiFinance Ratings consideramos que un mayor avance en la generación e impulso de los resultados del grupo (tal como se proyecta para el periodo 2025-2027) es necesario para mantener y consolidar su adecuada posición económico-financiera.

Análisis de Flujo de Caja

- Generación de FFO positiva, aunque las inversiones en *capex* y M&A impactan en la generación de CFL.

| Cash flow. Miles de €. ⁽¹⁾ | | | | | |
|--|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | FY22 | FY23 | FY24 | 23vs22 | 24vs23 |
| Funds From Operations | 15.834 | 20.468 | 18.090 | 29,3% | -11,6% |
| Funds From Operations | 15.834 | 20.468 | 18.090 | 29,3% | -11,6% |
| +/- variación WK | -5.534 | 10.539 | 10.708 | 290,4% | 1,6% |
| Cash Flow Operativo | 10.300 | 31.007 | 28.798 | 201,0% | -7,1% |
| Capex | -22.785 | -21.181 | -40.313 | 7,0% | -90,3% |
| M&A | 0 | 797 | -7.593 | n.a. | -1052,7% |
| Otras | -10.528 | -7.499 | 1.443 | 28,8% | 119,2% |
| Cash Flow Libre | -23.013 | 3.124 | -17.665 | 113,6% | -665,5% |
| +/- variación patrimonio | 10.000 | 0 | 0 | -100,0% | n.a. |
| - Dividendos | 0 | 0 | 0 | n.a. | n.a. |
| Cash Flow Final Generado Internamente | -13.013 | 3.124 | -17.665 | 124,0% | -665,5% |

⁽¹⁾ Con datos proforma 2024, incorporando las adquisiciones de Eva Films (abril de 2024) e IKI Group (julio de 2024), el FFO se situaría en €20,9m (calculado por EthiFinance).

El grupo ha reflejado una evolución positiva en los últimos años para el *Funds From Operations*, mostrando una CAGR20-24 de 39,2%, a pesar de haberse reducido ligeramente en el último ejercicio (€18,1m, -11,6% YoY). No obstante, considerando las cifras proforma para 2024, el FFO se situaría en €20,9m (cálculo realizado por EthiFinance a partir de las cifras facilitadas por la compañía) dada la mayor generación de EBITDA tras adquisiciones realizadas en dicho ejercicio. Con todo esto, valorándose la situación actual a cierre del 2024, el grupo presenta un ratio de FFO/DFN que se mantiene en niveles adecuados, de 31,4% (36,3% de acuerdo con las cifras proforma), a pesar del constante incremento de deuda financiera durante los últimos años.

El *cash flow* operativo (CFO) de 2024 se vio impulsado, al igual que en 2023, por el origen de fondos derivado de las variaciones de *working capital* de la compañía (€10,7m), favorecido por el incremento de proveedores. Así, el CFO se situó en €28,8m (-7,1% YoY). Sin embargo, el elevado impacto del *capex* en 2024, dada la gran inversión en adquisición de derechos audiovisuales, así como de las operaciones de M&A, derivaron en un *cash flow* libre (CFL) negativo (frente a la cifra positiva del ejercicio anterior), de -€17,7m. En el caso de las nuevas películas que se están adquiriendo, esto trae consigo un mayor *capex* en el momento de la adquisición, pero que se monetizará en los próximos ejercicios, a través de las diferentes ventanas de explotación de la misma (generando, si la demanda es positiva, TIR positivas y elevadas). Por tanto, esta política de inversión es valorada favorablemente por EthiFinance Ratings, ya que, en principio, debería impulsar a largo plazo el negocio y resultados de Squirrel. A pesar de la captación de deuda de 2024, las elevadas inversiones y amortizaciones han reducido la caja a €9,5m (-34,9% YoY), €7,5m sin considerar la caja restringida.

Capitalización

- Elevados niveles de capitalización.

| Estructura de activo y financiación. Miles de €. ⁽¹⁾ | | | | | |
|---|---------|---------|---------|--------|--------|
| | FY22 | FY23 | FY24 | 23vs22 | 24vs23 |
| Total Activo | 117.978 | 173.564 | 210.692 | 47,1% | 21,4% |
| Activo No Corriente | 83.493 | 123.058 | 156.551 | 47,4% | 27,2% |
| Activo Corriente | 34.485 | 50.506 | 54.141 | 46,5% | 7,2% |
| NOF | 11.868 | 6.508 | 1.660 | -45,2% | -74,5% |
| Patrimonio Neto | 47.994 | 65.312 | 72.229 | 36,1% | 10,6% |
| Deuda Financiera Total Aj. | 39.346 | 55.112 | 63.029 | 40,1% | 14,4% |
| Deuda Financiera Neta Aj. | 34.810 | 46.760 | 55.532 | 34,3% | 18,8% |
| PN/DFT Aj. | 122,0% | 118,5% | 114,6% | -3,5pp | -3,9pp |
| DFN Aj./EBITDA | 2,5x | 2,1x | 2,9x | -0,4x | 0,8x |
| EBITDA/Intereses | 12,3x | 11,8x | 7,0x | -0,4x | -4,8x |

⁽¹⁾ Con datos proforma 2024, incorporando las adquisiciones de Eva Films (abril de 2024) e IKI Group (julio de 2024), el EBITDA se situaría en €22,7m (margen EBITDA de 11,8%), con unos ratios DFN/EBITDA y EBITDA/intereses de 2,5x y 8,0x, respectivamente.

El Grupo Squirrel presenta una estructura de activo más concentrada en el largo plazo (74,3% del total inversión en 2024), con una mayor importancia del inmovilizado intangible (62,3%) 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.

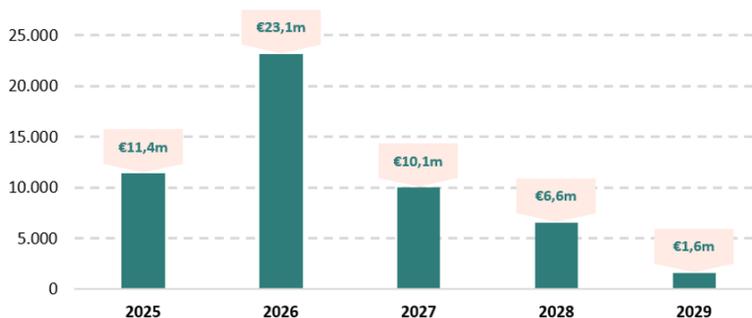
Respecto a la estructura de financiación, el grupo presenta una adecuada distribución de sus fuentes de financiación, basado en un constante refuerzo del patrimonio neto que, unido a unos niveles controlados de endeudamiento financiero, propician un buen perfil de solvencia. En este sentido, el ratio PN/DFT se situó a cierre de 2024 en 110,9% (-7,6pp YoY), que, aunque se vio ligeramente impactado por el mayor volumen de deuda del ejercicio, sigue manteniendo cifras favorables. En cualquier caso, nos encontramos ante una compañía con una estructura de fondos propios sólida y que, además, se está intentando fortalecer en los últimos años, destacando las últimas ampliaciones de capital llevadas a cabo, de €4,4m en octubre de 2024, y de €6,3m y €1,5m en marzo de 2025. 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 €7,5m y una generación de fondos operativos positivos, de €18,1m en 2024, con previsiones al alza para los próximos ejercicios. 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.

Calendario de vencimientos. Miles de €. (31/12/2024). ⁽¹⁾



⁽¹⁾ No se incluye el vencimiento de las líneas (salvo aquellas que sabemos expresamente que han sido canceladas), ya que asumimos que éstas serán renovadas a vencimiento.

Desde EthiFinance Ratings se destaca los elevados compromisos financieros que presenta Squirrel en el corto plazo, reflejándose una elevada concentración en la devolución de las obligaciones financieras para 2025 y 2026 (65,4%, con datos referenciados a diciembre de 2024, partiendo del total deuda financiera y excluyendo las líneas de circulante no canceladas/no renovadas -informado por la compañía-, ya que asumimos que serán renovadas a vencimiento). Estas cifras, si bien podrían ser atendidas, a priori, con la estructura económica que presenta la compañía (*cash* y generación de caja operativa) bajo la hipótesis del mantenimiento de la evolución favorable del negocio y positivas perspectivas sectoriales, se valoran como exigentes dada la etapa de expansión e inversión en la que se encuentra en la actualidad. En este sentido, la nueva financiación que está pendiente del cierre definitivo (línea de crédito de €15m con el Banco Sabadell), podría fortalecer en mayor medida su liquidez para seguir acometiendo su plan de expansión. Adicionalmente, como se mencionó anteriormente, la compañía está en negociaciones estructurales de la deuda, que podrían contribuir a una mayor flexibilidad en el calendario de vencimientos, si bien estas iniciativas se encuentran a fecha de publicación de este informe en fase inicial y su resultado no está garantizado.

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 €, (1) | | | | | |
|---|---------|---------|---------|--------|---------|
| | FY22 | FY23 | FY24 | 23vs22 | 24vs23 |
| Facturación | 79.131 | 129.644 | 144.491 | 63,8% | 11,5% |
| EBITDA | 13.776 | 22.005 | 19.791 | 59,7% | -10,1% |
| Margen EBITDA | 17,4% | 17,0% | 13,7% | -0,4pp | -3,3pp |
| EBIT | 7.955 | 15.243 | 12.379 | 91,6% | -18,8% |
| Margen EBIT | 10,1% | 11,8% | 8,6% | 1,7pp | -3,2pp |
| EBT | 6.548 | 13.754 | 8.132 | 110,0% | -40,9% |
| Total Activo | 117.978 | 173.564 | 210.692 | 47,1% | 21,4% |
| Patrimonio Neto | 47.994 | 65.312 | 72.229 | 36,1% | 10,6% |
| Deuda Financiera Total Ajustada | 39.346 | 55.112 | 65.122 | 40,1% | 18,2% |
| Deuda Financiera Neta Ajustada | 34.810 | 46.760 | 57.625 | 34,3% | 23,2% |
| PN/DFT | 122,0% | 118,5% | 110,9% | -3,5pp | -7,6pp |
| DFN Aj/EBITDA | 2,5x | 2,1x | 2,9x | -0,4x | 0,8x |
| Funds From Operations | 15.834 | 20.468 | 18.090 | 29,3% | -11,6% |
| FFO/DFN Aj | 45,5% | 43,8% | 31,4% | -1,7pp | -12,4pp |
| EBITDA/Intereses | 12,3x | 11,8x | 7,0x | -0,4x | -4,8x |

(1) Con datos proforma 2024, incorporando las adquisiciones de Eva Films (abril de 2024) e IKI Group (julio de 2024), el EBITDA se situaría en €22,7m (margen EBITDA de 11,8%), con unos ratios DFN/EBITDA, FFO/DFN y EBITDA/intereses de 2,5x, 36,3% y 8,0x, respectivamente.

Credit Rating

| Credit Rating | |
|-----------------------------|-----------------|
| Perfil Negocio | BB+ |
| Análisis Sectorial | BBB |
| <i>Ajuste ESG</i> | <i>Neutro</i> |
| Posicionamiento Competitivo | BB |
| Gobierno corporativo | BB- |
| Perfil Financiero | BBB+ |
| Cash flow y endeudamiento | BBB+ |
| Solvencia | A- |
| <i>ESG Compañía</i> | <i>Neutro</i> |
| Anchor Rating | BBB- |
| <i>Modificadores</i> | <i>No</i> |
| Rating | BBB- |
| <i>Garantía*</i> | <i>+1 notch</i> |
| Rating Bono | BBB |

* Grupo Squirrel Media establece como garantía para la emisión de un programa de bonos en el MARF (€22m), una promesa de derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre los derechos de propiedad intelectual, y en particular, de distribución, explotación y titularidad relacionados con la mayor parte del catálogo de películas que dispone el grupo en la actualidad. Cobertura mínima de 2x.

Análisis de Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Continuar con el desarrollo de políticas ESG. Mantener una política financiera conservadora y controlada en los procesos de M&A, así como una política de no distribución de dividendos, que contribuye al fortalecimiento de los fondos propios, lo que, junto con el incremento de la actividad y rentabilidad, derivarán en un fortalecimiento de los ratios de endeudamiento, obteniendo valores como DFN/EBITDA <1,5x y FFO/DFN > 50%, así como en un aumento de la capitalización, mejorando el ratio PN/DFT (superior a 110%). Control del endeudamiento y refuerzo de la cobertura de intereses, con valores por encima de 10x. Ampliar el calendario de vencimientos de la deuda financiera con unos compromisos más holgados en el tiempo. En general, cumplimiento de las proyecciones económico-financieras analizadas.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Cobertura del programa de bonos por debajo de 2x con evolución negativa de los próximos estrenos de películas y caída muy significativa de la valoración del catálogo. Incumplimiento significativo de las proyecciones económico-financieras analizadas con empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA (>3x), FFO/DFN (<30%), cobertura de intereses (<7x) y PN/DFT por debajo del 100%. Empeoramiento de los niveles de liquidez con mayores obligaciones de pago (deuda y *capex*) en relación a la caja operativa y *cash* disponible (<1x). No avance en el desarrollo de políticas ESG.

Perfil de emisión

Grupo Squirrel Media llevó a cabo una emisión de bonos en noviembre de 2023, con el objetivo de continuar impulsando su política de crecimiento tanto orgánico como inorgánico. Se trata de un programa de bonos considerado *secured* por importe de €22m, tipo *bullet* y con vencimiento (esa primera emisión) en noviembre de 2026. El mercado de destino es el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley Española.

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

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

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

- Mantener los títulos del catálogo de películas libres de cualquier carga o gravamen en la fecha de suscripción de la promesa de hipoteca/prenda. Se establece también en el contrato la cláusula *negative pledge*, mediante la cual y a nivel general (salvo casuísticas concretas definidas en el programa), Squirrel Media no podrá constituir garantías reales o personales sobre cualquier activo y derecho ya establecido en la promesa de hipoteca/prenda asociada al catálogo de películas como garantía.
- Mantener una cobertura mínima entre el valor de los activos puestos en garantía *versus* el programa de bonos en su totalidad, de al menos 2x durante la vida del bono, dando lugar a una operación sobrecolateralizada.
- Otorgar a favor del comisario de los bonistas, en escritura pública aparte, un poder irrevocable para que este pueda en representación del emisor: i) constituir la hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre el catálogo de películas en caso de que el grupo incurra en cualquier supuesto de vencimiento anticipado o no se atiendan en su totalidad las obligaciones a vencimiento, y ii) realizar tantos actos como sean legalmente necesarios para la efectividad de la hipoteca/prenda.
- Dar publicidad y comunicar la existencia de la promesa de hipoteca/prenda así como el poder irrevocable a los actuales y futuros acreedores financieros de Squirrel. Además, se incluirá el Documento Base informativo (DBI) en la web de Squirrel Media y tendrá constancia el auditor de las cuentas anuales.

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

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

En cuanto a la garantía establecida con la mayor parte de la librería disponible por el grupo, se refleja una amplia variedad en las diferentes ventanas de explotación, con más de 2.000 títulos disponibles, distribuidos entre Televisión, VOD y Cine. Entre ellos, se incluyen películas con estreno previsto en los ejercicios 2025 y 2026, que aportan un alto potencial de explotación futura, con un recorrido estimado de 20 a 25 años. Con el registro del programa de bonos quedará incluido el listado de películas establecidas en garantía.

| Términos y condiciones emisión | |
|--------------------------------|---|
| Emisor | Squirrel Media, S.A. |
| Instrumento | Bono <i>Senior Secured</i> |
| Fecha de emisión | 11/2023 |
| Tamaño | Hasta €22m (única emisión de €5,1m) |
| Vencimiento | 11/2026 |
| Tipo de Amortización | Bullet |
| Garantía | Promesa de hipoteca/prenda sobre catálogo de películas (cobertura mínima 2x). |
| Yield | 7% fijo |
| Covenants | Límite endeudamiento |
| Finalidad | Capex de expansión |
| Mercado | MARF (España) |
| Legislación | Ley Española |

En la primera valoración a fecha 31/03/2022, se tomó como punto de partida la valoración independiente realizada por KPMG sobre los contenidos de Squirrel con fecha 31 de marzo de 2022, que estimaba un *Enterprise Value* (que ya incorpora el descuento de los importes pendientes de pago por las películas) de €89,8m. Posteriormente, en la revisión anterior, la compañía elaboró una nueva valoración de su cartera de contenidos (mayo de 2024), que ascendía a más de €120m, aplicando una tasa de descuento (WACC) del 9,09%.

Para la presente evaluación, se ha dispuesto de una valoración independiente elaborada por la compañía Andersen, con fecha 30 de noviembre de 2024, que sitúa el valor neto del catálogo en €55,6m (*Gross Asset Value* de €164,6m), utilizando una tasa de descuento ajustada del 10,44%.

La diferencia significativa entre ambas valoraciones se explica por el enfoque más conservador adoptado por Andersen, que limita el análisis exclusivamente a los derechos audiovisuales efectivamente adquiridos o contractualmente comprometidos a la fecha del informe, deduciendo explícitamente las inversiones futuras necesarias (capex) asociadas a dichos activos. En cambio, la valoración previa adoptaba una perspectiva más amplia, incluyendo tanto los derechos ya adquiridos como aquellos pendientes de adquisición, así como los ingresos y gastos asociados a nuevas inversiones previstas.

Cabe destacar que en el escenario más conservador contemplado por Andersen (WACC del 11,44%) resulta un valor neto del catálogo de €52,9m, manteniéndose la operación sobrecolateralizada con un nivel de cobertura superior al 100%.

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

Partiendo de una calificación corporativa de BBB-, y dado que se trata de una emisión *senior secured*, la calificación del bono se sitúa en BBB, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. Esta mejora de un notch refleja la existencia de garantías que incrementan la recuperabilidad en caso de impago.

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 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. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid