Vértice 360

LIGHTHOUSE WINNER 2020 Special Mention

European Commission — European — Small & Mid-Cap Awards

LIGHT HOUSE IEAF ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Medios de Comunicación

Fecha del informe: 29 ene 2021

Hora distribución: 12:00

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 3,86 (28 ene 2021)

Vértice 360 (VTSG) es un Grupo español con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Media (esencialmente publicidad; 72,4% s/ingresos 2021e), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 16,2%) y (iii) Servicios TMT (11,4% s/ingresos).

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

"*Rara avis*": ¿un nicho de crecimiento en el sector Media?

2020: UNA INTEGRACIÓN QUE MARCA UN CLARO PUNTO DE INFLEXIÓN. La integración del negocio de Media/Publicidad de Squirrel en julio 2020 no sólo implica un importante "salto" en tamaño (visible en su totalidad a partir de 2021e), sino que permite a VTSG ampliar y diversificar su actividad más allá de su negocio tradicional (Contenidos): estimamos que en 2021e más del 70% de su mix de ingresos lo genere el negocio de Publicidad (reduciendo el peso del área de Contenidos a c.16%).

QUE DEBIERA PERMITIR A VTSG CRECER (MUCHO) EN 2021E. El escenario que planteamos para 2021e podría permitir a VTSG alcanzar: (i) unos ingresos de c. EUR 95Mn (+30% vs 2019 proforma), que, por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo se traduciría en niveles de EBITDA de c. EUR 19Mn (Mg. EBITDA c. 20%). Manteniendo en todo momento una estructura de balance saneada (Deuda Neta 2021e: EUR 0,4Mn), incluso pese al importante esfuerzo inversor de 2021e (CAPEX 2021e c. EUR 15Mn) necesario para impulsar el negocio de contenidos.

LO QUE, SOBRE EL PAPEL, CONVERTIRÍA A VTSG EN UNA "*RARA AVIS*". El fortísimo crecimiento de ingresos estimado en VTSG para 2021e compara con un sector en el que el consenso espera que este año aún se encuentre c.10% por debajo de 2019. Un nivel que el sector no recuperaría hasta más allá de 2023. Lo que convertiría a VTSG en un nicho de crecimiento en un sector que no crece. *Rara avis*.

LA "CLAVE" ESTÁ EN EL GRADO DE ÉXITO DE LA EJECUCIÓN OPERATIVA DE LA INTEGRACIÓN, y en la materialización de ésta en más crecimiento (y rentabilidad). 2021e puede ser visto como el año "clave" para validar la capacidad de crecimiento a largo plazo y el modelo de negocio de VTSG. Algo especialmente relevante, al ser la única vía para dar soporte a los múltiplos actuales (EV/EBITDA Rec. 2021e c.18x).

CRECIMIENTO Y RIESGO. Hoy VTSG es un animal radicalmente distinto al de 2019. La integración del negocio de Media aportará la masa crítica (y el músculo financiero) para "nutrir" a su negocio tradicional. Lo que debiera implicar crecimiento. Pero, como en todo proceso de integración y cambio de modelo, un crecimiento sujeto a un nivel de incertidumbre elevado (agravado por el contexto macro). Algo que la evolución del negocio en 2021e (2022 queda muy lejos) dará pistas para "aclarar".

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	331,2	401,5
EV (Mn EUR y USD) (1)	335,5	406,7
Número de Acciones (Mn)	85,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,02 / 3,18 / 1,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,20	
Rotación(2)	15,1	
Refinitiv / Bloomberg	VTSG.MC / VER SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Squirrel Capital	94,3
Free Float	5,7

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,9	47,4	85,9	85,9
Total Ingresos	10,8	34,8	95,8	126,0
EBITDA Rec.(3)	1,7	4,8	19,0	32,8
% Var.	*-30,9*	*185,2*	*292,6*	*72,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*15,7*	*13,9*	*19,8*	*26,0*
% Var EBITDA sector(4)	*13,9*	*-30,7*	*13,8*	*19,1*
Beneficio neto	8,5	2,6	15,3	27,2
BPA (EUR)	0,45	0,05	0,18	0,32
% Var.	*274,2*	*-87,8*	*224,3*	*78,2*
BPA ord. (EUR)	0,04	0,05	0,18	0,32
% Var.	*-65,0*	*30,7*	*224,3*	*78,2*
Free Cash Flow Rec.(5)	-5,4	0,8	-0,7	12,2
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,5	-0,3	0,4	-11,9
DN / EBITDA Rec.(x)	0,3	-0,1	0,0	-0,4
ROE (%)	*34,8*	*6,2*	*30,2*	*37,9*
ROCE (%)(5)	*3,2*	*6,4*	*30,4*	*41,3*

Ratios y Múltiplos (x)(6)

PER	n.a.	n.a.	21,7	12,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	21,7	12,2
P/BV	n.a.	n.a.	5,7	3,9
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	n.a.	n.a.	3,50	2,66
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	17,7	10,2
EV/EBIT	*n.a.*	*n.a.*	19,7	11,1
FCF Yield (%)(5)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,7*

(1) Para detalle del cálculo ver Anexo 3.
(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.
(4) Sector: Eurostoxx 600 Media.
(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD
Absoluta	1,8	28,5	37,7	-0,4
vs Ibex 35	4,7	4,9	64,6	1,4
vs Ibex Small Cap Index	4,1	2,1	22,6	2,6
vs Eurostoxx 50	2,4	7,1	44,0	-0,5
vs Índice del sector(4)	-0,7	5,5	46,4	-2,4

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

IEAF INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

Conclusiones

2021e puede ser visto como una gran oportunidad. Pero también como un "test de estrés" al modelo de negocio de la "nueva VTSG"

En la actualidad, Vértice 360 (VTSG) es una compañía con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Media (esencialmente publicidad; 72,4% s/ingresos 2021e), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 16,2%) y (iii) Servicios TMT (11,4%).

La importante reestructuración (2016-2019) y transformación de su modelo de negocio, con la ampliación y diversificación de su mix de ingresos (2020), plantea a su vez dos preguntas esenciales: ¿Qué es VTSG hoy? ¿Cómo esperamos que se comporte su nuevo modelo de negocio ante el entorno actual?

A) Tras los cambios de los últimos años, ¿qué es VTSG hoy? (enero 2021)

En 2016, Squirrel Capital (Pablo Pereiro) adquiere a Ezentis la participación de control que mantenía en la compañía (c. 25% del capital), marcando el inicio de un duro proceso de reestructuración (2016-2019) que culmina en julio de 2020 con la integración de los activos del negocio de Media de Squirrel. Una operación que, a nuestro juicio, marca un auténtico punto de inflexión para el negocio de VTSG: en 2021e más del 70% de su mix de ingresos lo generará el negocio de Media/Publicidad (reduciendo el peso de su negocio tradicional de distribución y producción de contenidos audiovisuales al c.16%).

El proceso de reestructuración (-3y) culmina en 2020 con la integración del área de Media

VTSG es por tanto una historia de reestructuración y transformación. Por varias razones: (i) renovación del equipo de gestión y consejo de administración, (ii) reestructuración de la estructura de capital y (iii) transformación del modelo de negocio con la ampliación y diversificación de su mix de ingresos (ahora dominado por la publicidad). VTSG es hoy (enero 2021) un "animal" radicalmente distinto al de 2019. También al visto durante el primer semestre de 2020. Puede decirse que la compañía cambia radicalmente en tres direcciones:

Un cambio de perímetro que permite a VTSG aspirar a un importante "salto" de escala (visible completamente a partir de 2021e)

- **Tamaño.** La integración del negocio de Media/Publicidad de Squirrel Capital supone un auténtico salto de escala, multiplicando tanto su facturación (Ingresos 2019 proforma: c. EUR 73Mn; vs c. EUR 11Mn en 2019), como su EBITDA. También supone la ampliación de su mercado, que elimina el "techo" del negocio doméstico por la internacionalización (los ingresos fuera de sus mercados de referencia -España e Italia- ya representan c. 12%; vs un negocio tradicionalmente domestico).
- **Modelo de negocio.** La apuesta por la actividad publicitaria (hoy cerca del 70% s/ingresos 2021e) implica un cambio radical del modelo de negocio: (i) ahora menos volátil (reduce la dependencia del P&L del éxito de los nuevos estrenos del área de contenidos), (ii) menos intensivo en capital y (iii) con mayor capacidad de crecer y de generar caja (que debiera "nutrir" a su negocio de Contenidos).

Manteniendo una estructura de balance saneada (Caja Neta 2020e: EUR 0,3Mn)

- **Estructura de capital.** Hoy, VTSG cuenta con un balance en el que la deuda ya no es un problema (estimamos que mantendrá niveles de Caja Neta de EUR 0,3Mn a cierre 2020e). Lo que debiera permitirle acceder a nueva financiación y "acelerar" la realización de nuevas inversiones en el área de contenidos audiovisuales (estimamos un CAPEX elevado en 2021e y 2022e). Además de permitir mantener la estrategia de la compañía de seguir creciendo vía M&A.

B) ¿Y ahora qué? Crecer (mucho) en 2021e es posible… ¿Por qué?

La integración del negocio de Media de Squirrel en julio 2020 permite a VTSG aspirar a un auténtico "salto" de escala. Aunque éste no será visible completamente hasta 2021e (2020e consolidará únicamente los meses de agosto a diciembre del negocio de Media). En 2020e, el escenario que planteamos debería permitir a VTSG alcanzar: (i) unos ingresos de, al menos, EUR 35Mn (vs EUR 11Mn en 2019), (ii) con una rentabilidad razonable (EBITDA Rec. de c. EUR 5Mn; Mg. EBITDA c. 14%) y (iii) con una estructura de balance saneada (Caja Neta de EUR 0,3Mn). Aunque en términos proforma "caer" será inevitable (c. -25% vs ingresos proforma 2019; algo que a estas alturas no debiera de sorprender a nadie).

Pero quizás lo más interesante sea poner el foco en lo esperable en 2021e. Un año que no sólo revelará la magnitud de la integración del negocio de Media en términos cuantitativos (simplemente por el efecto matemático de consolidar el año completo), sino que debiera reflejar los frutos del giro estratégico y cambio

de modelo de negocio en términos cualitativos. Y permitir a VTSG crecer en 2021e por encima de la macro y batir ampliamente a su propio sector. Esencialmente como resultado de:

VTSG presenta razones "micro" para esperar crecimientos en 2021e por encima de la macro (y de su propio sector)…

- **Foco del negocio de Media en clientes de corte "digital"** y en fase de crecimiento, donde la inversión en publicidad resulta indispensable (vs elevada exposición a negocios "convencionales" de los grandes players de la industria publicitaria, donde la recuperación de niveles pre Covid-19 será más lenta).
- **La capacidad "creíble" de recuperación del negocio de contenidos,** esencialmente gracias al "despegue" de los ingresos generados por la distribución en plataformas y cesión de catálogo a televisión (un driver de crecimiento ajeno al éxito de los estrenos de nuevos títulos en cines).
- **La consolidación del negocio de servicios TMT** hasta recuperar niveles de 2019 (año en que el negocio de servicios satelitales aportó únicamente dos meses al consolidado de la compañía).

… que debieran cristalizar en un fortísimo crecimiento de sus ingresos y EBITDA (EUR 95Mn y EUR 19Mn en 2021e)

En nuestra opinión, estos tres drivers conducirán el negocio de VTSG y cristalizarán en un importante crecimiento de sus ingresos hasta alcanzar niveles de c. EUR 95Mn en 2021e (+30% vs 2019 proforma), que, por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo (resultado de una estructura de costes poco pesada), debería traducirse en niveles de EBITDA de c. EUR 19Mn (Mg. EBITDA c. 20%). Manteniendo en todo momento una estructura de balance saneada (Deuda Neta 2021e: EUR 0,4Mn), incluso pese al importante esfuerzo inversor (CAPEX 2021e c. EUR 15Mn; Tabla 1).

Tabla 1. Principales magnitudes consolidadas (2019-2022e)

EUR Mn	2019	2020e	2021e	2022e
Media	-	20,8	69,3	83,4
Contenidos	7,6	5,9	15,5	29,0
Servicios TMT	3,2	8,2	10,9	13,7
Ingresos totales	**10,8**	**34,8**	**95,8**	**126,0**
Mg. Bruto	**5,8**	**11,2**	**28,6**	**43,7**
Costes de explotación	(4,2)	(6,3)	(9,6)	(10,9)
EBITDA recurrente	**1,6**	**4,8**	**19,0**	**32,8**
EBITDA rec. / Ingresos	*15,7%*	*13,9%*	*19,8%*	*26,0%*
Capex	(5,8)	(3,2)	(14,8)	(15,1)
Free Cash Flow Recurrente	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**	**12,2**

La asignatura pendiente, como en todo proceso de integración y cambio de modelo, es doble: (i) la ejecución operativa de la integración del negocio de Media y (ii) su materialización en más crecimiento y crecimiento para el Grupo (lo que explica que cualquier estimación de futuro esté sujeta a un nivel de incertidumbre elevado). Aunque, en este caso, VTSG juega con una "ventaja": el negocio adquirido era propiedad de su accionista de referencia (lo que debiera facilitar el proceso de integración).

La "clave" está en el grado de éxito de la ejecución operativa de la integración

¿Cuál sería el "worst case" para VTSG en 2021e? Mantener niveles de margen bruto del negocio de Media similares a los esperados en 2020e (c. 20% vs nuestras estimación de c. 28% en 2021e), junto a una recuperación más lenta de lo esperado del negocio de contenidos (hasta alcanzar niveles de facturación de c. EUR 10Mn vs nuestra estimación de EUR 15Mn), produciría un impacto muy negativo en nuestras estimaciones (EBITDA 2021e c. EUR 9,5Mn; c. -50% vs nuestra estimación inicial). Lo que demuestra que, si bien el riesgo del negocio se ha reducido, este no ha desaparecido.

C) En conclusión: la "clave" está en el éxito de la ejecución de la integración. Y en la materialización de ésta en más crecimiento (y rentabilidad): ¿magnitud? ¿velocidad?

La "foto" actual es la de una compañía plenamente reestructurada y en crecimiento. A nuestro juicio, la integración del negocio de Media en julio 2020 no sólo supone un importante salto en tamaño para la compañía (Ingresos 2021e: c. EUR 95Mn), sino que permite resolver el "Catch 22" de su negocio de contenidos.

Joseph Heller definió un "Catch 22" ("Trampa 22" en castellano) como una situación negativa de la que las propias reglas del juego hacen imposible escapar: una paradoja que conduce a un "callejón sin salida". Y que, a nuestro criterio, era la situación en la que se encontraba VTSG en 2019 con: (i) un negocio tradicional (Contenidos) de escasa masa crítica (Ingresos 2019: EUR 11Mn), (ii) muy intensivo en capital ("clave" para el mantenimiento y renovación de su catálogo) y (iii) con una capacidad de financiación reducida que le impedía acceder al capital necesario para acometer nuevas inversiones con las que empujar su crecimiento. Esa era la "trampa" que impedía a VTSG acelerar su crecimiento.

La integración del negocio de Media permite a VTSG resolver su "Catch 22"

En la actualidad (enero 2021), la situación es muy diferente. La integración del negocio de Media en 2020 debiera aportar la masa crítica (y la capacidad de generación de caja) necesaria para "nutrir" al negocio de contenidos (y todo ello sin sobre-endeudar a la compañía: DN 2021e c. EUR 0,4Mn). Lo que no sólo permite a VTSG resolver su "Catch 22" y salir del laberinto, sino que abre un nuevo horizonte de oportunidades que debiera implicar crecimiento.

Todo ello explica "sobre el papel" el gran diferencial de crecimiento vs sector esperado para VTSG. Para la que estimamos +30% en ingresos (vs 2019 proforma) con un sector en el que el consenso espera que aún en 2021e se mantenga c. 10% por debajo de los niveles alcanzados en 2019. Un consenso que difiere la recuperación de los niveles sectoriales vistos en 2019 más allá de 2023e. Lo que convertiría a VTSG en una "rara avis".

2021e puede ser visto como una gran oportunidad. Pero también como un "test de estrés" a su modelo de negocio

Llegados a este punto, 2021e aparece como el año clave a la hora de juzgar la solidez y credibilidad del fortísimo crecimiento esperado para la "nueva VTSG". Y si la singularidad de su modelo de negocio permite batir ampliamente a su sector. Dadas las condiciones de escasa visibilidad en mercado, 2022e parece hoy aún muy lejos. El año crítico, por tanto, es éste (2021e): sería la prueba de que estamos ante un nicho de alto crecimiento en un sector en el que "eso" casi no existe. De algún modo, y tras la integración con Squirrel, 2021e puede ser visto como una gran oportunidad. Pero también como un "test de estrés" al modelo de negocio de VTSG.

Descripción del negocio

"Nueva VTSG": salto en tamaño, sin deuda, diversificada (pero hoy dominada por la publicidad) y con presencia internacional

Gráfico 1. Mix de ingresos (2021e)

Nota: VTSG integra la división de Media en julio 2020 (con la aportación no dineraria del área de medios del Grupo Squirrel). En 2020e VTSG consolidará cinco meses del negocio de Media. Datos 2021e.

Vértice 360 (VTSG) es un Grupo español (Mkt. Cap c. EUR 330Mn) con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Media (esencialmente publicidad; 72,4% s/ingresos 2021e), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 16,2%) y (iii) Servicios TMT (11,4% s/ingresos).

Tras un duro proceso de reestructuración y transformación, la compañía ha dado un giro radical a su negocio tradicional (Contenidos): hoy más del 70% de su mix de ingresos corresponde al negocio de Media/Publicidad (integrado en julio 2020). Reestructuración que también se ha visto reflejada en el mix geográfico: los ingresos generados fuera de España hoy (2021e) alcanzarían c. del 42% del mix (c. del 31% en Europa y c. 11% en Latam), lo que refuerza su presencia internacional. VTSG es por tanto una historia de reestructuración y transformación. Por lo que conviene hacer un breve repaso de su historia.

VTSG se vio inmersa en las turbulencias provocadas por la Crisis (2008), empujándola a la desinversión de sus principales activos y al concurso (2014)

VTSG se constituye en 2006 como resultado de la agrupación de activos audiovisuales de Avanzit (actual Ezentis). Tras la integración de diversas compañías del sector audiovisual mediante ampliaciones de capital, VTSG se posiciona como un referente de la industria en España, llegando a alcanzar una facturación > EUR 140Mn en 2011, en lo que sería la antesala a la inflexión en su P&L. La crisis de las televisiones públicas en España, provocada por la importante reducción de la inversión publicitaria (con caídas de c. 35% en 2012) y la disminución del presupuesto público para las televisiones autonómicas (con recortes de c. 20% entre 2009 y 2012) hicieron mella en la compañía, implicando:

- **La desinversión de sus principales activos.** El endeudamiento de la compañía (c. EUR 50Mn en 2011) empuja a VTSG a la desinversión de sus principales activos en 2012: el fondo de private equity H.I.G. adquiere el 49,9% de Servicios Audiovisuales (c. 75% s/ingresos 2012), adquiriendo la totalidad de la división en julio 2013 (incluyendo activos como Telson y Videoreport; hoy propiedad de Mediapro).

- **Que implicó una drástica contracción de su P&L,** reduciendo su facturación por debajo de los EUR 10Mn en 2013 (vs > EUR 140Mn en 2011).

- **Y empujó a la compañía al concurso de acreedores.** Tras varios cambios en el equipo directivo (con cuatro cambios de presidente entre 2011 y 2014), VTSG declara el concurso de acreedores en abril de 2014 ante la incapacidad de llegar a un acuerdo para hacer frente a su (aún) elevado endeudamiento (DN 2013: EUR 24,2Mn para unos ingresos de EUR 8,6Mn).

2016-2019: Reestructuración (estructura de capital, negocio tradicional, consejo…)

2016 marca el inicio del duro proceso de reestructuración que ocupa el período 2016-2019 y pivota esencialmente sobre tres pilares:

- **Modificación absoluta del equipo de gestión.** En 2016 Squirrel Capital (Pablo Pereiro) adquiere a Ezentis su participación de control (c. 25% del capital), implicando la renovación total del consejo de administración y del equipo directivo.

- **Reestructuración de deuda y estructura de capital.** En 2017 se aprueba el Convenio con los acreedores que permite a VTSG salir del concurso. Y se regulariza la estructura de capital mediante una serie de ampliaciones de capital: (i) EUR 5,6Mn en 2018 y (ii) EUR 24,5Mn en 2019 (de los que EUR 12,5Mn corresponden a la aportación no dineraria de los activos de medios de Giglio Group).

Gráfico 2. Ingresos y EBITDA (2013-2019)

Gráfico 3. Composición del Enterprise Value (2013-2019)

Nota: Capitalización a cierre de ejercicio.

Gráfico 4. Impacto de la integración de los activos de Squirrel en Ingresos 2019 proforma

Nota: Datos proforma 2019 facilitados por la compañía en la convocatoria de junta general ordinaria de 30 de julio 2020.

- **Reorganización e internacionalización de su negocio tradicional,** centrando su actividad en el área de contendidos (a través de la distribución de su catálogo de cine). Lo que, junto al exhaustivo proceso de control de costes, permite a VTSG mantener niveles de EBIT recurrente positivos (EUR 0,9Mn en 2019; EUR 8,8Mn incluyendo extraordinarios).

No obstante, pese a que en 2019 VTSG muestra: (i) capacidad de generar un EBIT positivo (vs abultadas pérdidas durante el período 2009-2013), y (ii) una estructura de balance en la que la deuda ya no es un problema, el proceso de reestructuración deja a la compañía una herencia costosa: un negocio prácticamente inexistente (Ingresos 2019: c. EUR 11Mn) y "huérfano" de activos.

2020e: Fin del proceso de ajuste. Un salto en tamaño significativo por la integración de Squirrel

En julio de 2020, VTSG aprueba la integración del área de medios del Grupo Squirrel (su principal accionista y propiedad de Pablo Pereiro), mediante una aportación no dineraria valorada en EUR 220,5Mn (rango bajo del último informe de valoración emitido por PwC en mayo de 2020; -9% vs valoración de diciembre 2019). A nuestro juicio, la transacción implica:

- **Dar un salto de escala significativo…** Permitiendo a la nueva VTSG alcanzar una facturación de EUR 95,8Mn en 2021e. Los activos integrados aportarán c. 70% de los ingresos de la nueva compañía en 2021e, esencialmente a través del negocio publicitario (Gráfico 4): un negocio que registró en 2019 una facturación de c. EUR 58Mn (en base a proforma facilitado por la compañía; ex - transacciones interco).
- **…en un negocio menos intensivo en capital, más recurrente y cíclico.** La transacción no sólo supone un salto en tamaño (multiplicando su facturación), sino que implica apostar por un negocio completamente distinto: la publicidad, una actividad menos intensiva en capital y más recurrente (reduce la dependencia del éxito en los estrenos de cine del área de contenidos). Adicionalmente aporta una mayor presencia internacional (esencialmente Europa, c. 31% s/ingresos y Latam c. 11%).
- **Sin endeudar a la compañía.** Los activos integrados se aportan con una posición neta de caja que deja a VTSG con un balance libre de deuda (Caja Neta 2020e: c. 0,3Mn). La estructura de capital actual permitirá a la compañía acceder a nueva financiación y "activar" la realización de nuevas inversiones en el área de contenidos audiovisuales. Y permite mantener la estrategia de la compañía de seguir creciendo vía M&A.
- **Pero con una importante dilución para los minoritarios.** La valoración de la aportación (EUR 220,5Mn) implica un incremento de la participación de Squirrel Capital hasta c. del 94% (Gráfico 5).

Con un accionista de referencia que mantiene (e incrementa) el control de la compañía y lidera el equipo gestor

Las sucesivas ampliaciones de capital han resultado en un incremento de la participación de Squirrel Capital (Pablo Pereiro) hasta c. 94% (desde el 25% inicial en 2016). Lo que le convierte en la "propiedad": mantiene el cargo de presidente del Consejo de Administración (con 4 de sus 7 miembros independientes) y Consejero Delegado de la compañía. El free float se reduce al 6%. No obstante, la compañía ha anunciado que está analizando vías para incrementar la liquidez del valor, con el objetivo del accionista de referencia de incrementar sustancialmente los niveles de free float actuales en el medio/largo plazo.

Gráfico 5. Estructura accionarial actual (vs 2019)

Tras los cambios de los últimos años, ¿cómo es el negocio de VTSG en la actualidad? (enero 2021e)

La catarsis vivida por la compañía durante los últimos 10 años ha transformado completamente al Grupo: (i) renovación del equipo de gestión y consejo de administración, (ii) reestructuración de la estructura de capital y (iii) transformación del Grupo por la ampliación y diversificación de su modelo de negocio tradicional (ahora dominado por la publicidad). Interesa por tanto simplificar: ¿qué es VTSG hoy? En la actualidad, la compañía desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio bien diferenciadas:

Gráfico 6. Mix de ingresos (2021e vs 2019)

Gráfico 7. Mix de ingresos por geografía (2021e vs 2019)

Gráfico 8. Impacto en Ingresos y EBITDA de la integración de Squirrel (2021e vs 2019)

- **Media (72,4% s/ingresos 2021e).** Integrada en 2020 con el área de medios de Squirrel Capital. La división se focaliza esencialmente en la prestación de servicios a través de su agencia de marketing y publicidad (Best Option Media) y de su central de compras (Squirrel Global Media). Un negocio cuyas actividades principales son: (i) planificación estratégica de medios, (ii) consultoría y (iii) eventos y comunicación. La división tiene presencia tanto en España (c. 57% s/Ingresos), como en Europa (c. 29%) y Latam (14%), lo que refuerza su presencia internacional. Adicionalmente, cuenta con un área E-commerce (c. 5% s/ingresos de la división).
- **Contenidos (16,2% s/ingresos 2021e),** a través de la distribución y producción de todo tipo de contenidos audiovisuales (principalmente TV y Cine). Una línea de negocio muy intensiva en capital ("clave" para el mantenimiento y renovación del catálogo) y con una elevada dependencia de su P&L del éxito de sus contenidos. En 2020, VTSG firma varios acuerdos con distintas productoras para la adquisición derechos de distribución que implicarán un CAPEX de c. EUR 14Mn, EUR 15Mn y EUR 15Mn durante 2021e, 2022e y 2023e. Los derechos firmados incluyen acuerdos para su distribución en España, Andorra, Italia, Portugal y Latam. Lo que permitirá ampliar la presencia internacional de la división (vs un negocio tradicionalmente doméstico).
- **Servicios TMT (11,4% s/ingresos 2021e).** Aunque VTSG se ha enfocado tradicionalmente a la prestación de servicios audiovisuales (aportando los medios técnicos para la producción de contenidos), la integración de los activos de Giglio Group en octubre 2019 permitió a la compañía ampliar su oferta de servicios, incluyendo: (i) dos telepuertos (Milan y Roma), (ii) transmisiones y difusión de eventos en directo y (iii) sistemas de integración. De este modo, VTSG diversifica su área de servicios (ahora no sólo audiovisuales) e incrementa su presencia fuera de España (81% s/ingresos de la división).

Tras la dura reestructuración y transformación, VTSG es hoy (enero 2021) un "animal" radicalmente distinto al de 2019. También al visto en 2020. Puede decirse que la compañía ha cambiado en tres direcciones:

- **Tamaño.** La integración del área de medios de Squirrel Capital supone un importante salto de escala, lo que debiera permitirle "multiplicar" su facturación, como su EBITDA en 2021e (Gráfico 8). También supone la ampliación de su mercado, que elimina el "techo" del mercado doméstico por la internacionalización (los ingresos fuera de sus mercados de referencia -España e Italia- ya son c. 12%; vs un negocio tradicionalmente domestico).
- **Modelo de negocio.** La apuesta por el negocio publicitario implica un cambio radical del modelo de negocio: (i) menos volátil (reduce la dependencia del P&L del éxito de los nuevos estrenos del área de contenidos), (ii) menos intensivo en capital y (iii) con mayor presencia internacional (43% s/ingresos).
- **Estructura de capital.** Hoy, VTSG cuenta con un balance en el que la deuda ya no es un problema. Lo que debiera permitirle acceder a nueva financiación y resolver la principal restricción del área de contenidos: la realización de nuevas inversiones.

En definitiva, la integración del área de medios de Squirrel Capital en julio 2020 ha implicado una transformación total de la compañía. No sólo supone un importante salto en tamaño, sino que también supone un giro radical en su negocio (hoy más diversificado, aunque dominado por la publicidad). La asignatura pendiente, como en todo proceso de integración y cambio de modelo, es doble: la ejecución operativa de la integración y la materialización de ésta en más crecimiento y rentabilidad para la compañía.

Publicidad: una industria cíclica, madura y con tendencia a la concentración (y con espacio para nichos)

Gráfico 9. Segmentación de la industria publicitaria en Europa (% cuota, 2018)

Fuente: Marketline (febrero 2019). El tamaño de la industria refleja los ingresos obtenidos por las agencias de publicidad por la prestación de sus servicios.

En la actualidad, tras la incorporación de los activos de Squirrel Capital, cerca del 70% del mix de ingresos de Vértice 360 (VTSG) depende de la industria publicitaria. Por ello, el contenido de este epígrafe se centrará, casi exclusivamente, en el análisis de la industria publicitaria en Europa y España (c. 86% s/ingresos del negocio publicitario de la compañía).

Los servicios prestados por VTSG a través de su agencia de marketing y publicidad (Best Option Media) incluyen esencialmente: (i) Planificación estratégica de medios, (ii) Consultoría y (iii) Eventos y comunicación. Según un informe de MarketLine (2019), la planificación de medios (principal fuente de ingresos del negocio de Best Option Media) será uno de los segmentos de la industria con mayor crecimiento, ya que identificar los canales adecuados para llegar a la audiencia objetivo (muy fragmentada) es una tarea cada vez más complicada (la tendencia es ser cada vez más selectivo en las formas de impactar al consumidor/usuario).

En Europa, la industria publicitaria se encuentra dominada por grandes agencias internacionales (WPP, Omnicom, Publicis, Dentsu Aegis e Interpublic), presentes a lo largo de toda la cadena de valor del negocio. Su gran tamaño intensifica la competencia, actuando como barrera de entrada. No obstante, el constante cambio al que se enfrenta la industria ofrece oportunidades para las compañías que ofrezcan productos de "nicho" como VTSG (que presenta tasas de crecimiento significativamente superiores a las de su sector). Las especificidades del negocio de VTSG frente a su sector quedan explicadas en los epígrafes de Descripción del negocio y Análisis financiero de este informe. El contenido de este epígrafe se centrará en la industria publicitaria en su conjunto, analizando sus principales dinámicas y perspectivas.

Gráfico 10. Recuperación (años) del PIB UE y la inversión en publicidad desde la crisis Lehman

Fuente: Inversión publicitaria en Europa según IAB Europe (Interactive Advertising Bureau). Inversión publicitaria en España según Infoadex (medios controlados). Base 100 = 2008).

Inversión en publicidad: Inevitablemente cíclica. Con un crecimiento estructural reducido (sector maduro)…

La inversión en publicidad es típicamente cíclica, presentando una muy alta correlación con la situación económica, siendo las decisiones de inversión en publicidad unas de las primeras en reducirse durante períodos de recesión (lo que implica una alta sensibilidad a los períodos de crisis). La crisis Lehman (2009) arrastró la inversión en publicidad en Europa con caídas de c. 15,5% (vs 4,5% del PIB en la UE), para luego recuperar un 9% en 2010 (vs 2,1% del PIB UE). Aunque sin recuperar los niveles vistos antes de la crisis hasta 2016. En España, la contracción del gasto en publicidad fue aún mayor (resultado de la evolución de sectores estratégicos como el inmobiliario), hasta alcanzar su mínimo en 2013 (-40% vs 2008), seguido de una recuperación mucho más lenta que la vista en Europa (encontrándose aún hoy c. 15% por debajo de los niveles de 2008; Gráfico 10).

En 2019, según los últimos datos publicados por IAB Europe (Interactive Advertising Bureau), la inversión en publicidad alcanzó un total de EUR 128,5Bn en Europa (+1,1% TACC 2008-2019; desde el último pico de ciclo), con Reino Unido y Alemania como principales mercados aportando c. 45% del volumen total. España se situaría en quinto lugar, con unos niveles de inversión similares a los de Italia (c. 5,5% s/cuota total en Europa).

Gráfico 11. Inversión en publicidad vs PIB España

Gráfico 12. Inversión en publicidad en Europa (2006-2019).

Fuente: IAB Europe.

Gráfico 13. Ranking del crecimiento de la inversión en medios digitales en Europa (%)

Fuente: IAB Europe.

… aunque empujado por los medios digitales (+13,1% TACC 2008-2019). El "partido" se juega en internet

Pese al bajo crecimiento de la industria desde el último pico de ciclo (+1,1% TACC 2008-2019), encontramos una evolución muy dispar si ponemos el foco entre cada uno de los distintos medios. Lo que confirma la profunda transformación experimentada durante los últimos 15 años: el dominio de los medios digitales en Europa es "hoy" un hecho, acumulando por primera vez en 2019 una cuota superior al 50% frente al resto de medios (vs < 15% en 2008). Lo que se ha traducido en crecimientos de doble dígito constantes durante el último ciclo (+13,1% TACC 2008-2019; Gráficos 12 y 14).

Gráfico 14. Inversión en publicidad a través de medios digitales en Europa (2006-2019)

Fuente: IAB Europe.

Gráfico 15. Inversión en publicidad en España por sectores (2019) .

Fuente: Infoadex 2020

En España, los medios digitales han mostrado crecimientos de doble dígito similares a los vistos en Europa (+12,8% TACC 2008-2019), hasta alcanzar en 2019 la primera posición por volumen de inversión con un crecimiento del 8,8% vs 2018 (EUR 2.296Mn; Infoadex, 2020). No obstante, su peso sobre los medios controlados por Infoadex (c. 43% sobre el mercado total estimado) aún continúa siendo inferior a los niveles vistos en Europa (39% vs > 50%). ¿Y el resto de medios? En 2019 todos los medios en papel sufrieron caídas significativas (diarios -9,1%, revistas -14,5% y dominicales -7,8%). El resto de los medios controlados por Infoadex (salvo TV; -5,8%) incrementaron su volumen de actividad en 2019 (cine +5,2% y exterior y radio +1,5%).

¿Y por sectores? En España, según datos de Infoadex (Gráfico 15) los 5 primeros sectores supondrían el 48,1% de la inversión publicitaria controlada: (i) Automoción se sitúa un año más como el sector que más invirtió en publicidad en 2019 (-0,7% vs 2018) acumulando el 13,2% de la inversión total, seguido por (ii) Distribución y Restauración con el 10,5% (-3,2% vs 2018), (iii) el Sector Financiero (-13,3% vs 2018), (iv) Cultura y Medios de comunicación (+7,9% vs 2018) y con cierta desinversión (v) el Sector de Belleza e Higiene (-5,1% vs 2018). Por clientes, encontramos grandes compañías como Volkswagen (2% s/cuota total), El Corte Inglés (1,7%) o L'Oréal (1,6%). Los 20 anunciantes con mayor inversión acumularon c. 24% del total de la inversión publicitaria controlada en España.

Y con tendencia a la concentración (impulsada por el M&A)

Las principales agencias publicitarias están controladas por grandes grupos internacionales (WPP, Omnicom, Publicis, Dentsu Aegis e Interpublic) con capacidad de ofrecer servicios a lo largo de toda la cadena de valor. Su gran tamaño intensifica la competencia. Y actúa como barrera de entrada. Dado el bajo crecimiento y constante cambio al que se enfrenta la industria, el M&A se posiciona como una vía lógica para crecer: con el foco en compañías de menor tamaño, que ofrezcan productos de "nicho" y un claro potencial de crecimiento (impulsado por las nuevas formas de comunicación y el desarrollo tecnológico). La adquisición de Comunica+A (por Dentsu Aegis) y Shakleton (por Accenture) pone fin a las dos mayores agencias de capital 100% español que quedaban (y que podían competir al mismo nivel con las grandes agencias).

Además, destaca el papel que están jugando grandes consultoras (como Deloitte o Accenture) en el proceso de concentración del sector. Durante los tres últimos años, Accenture ha sido la firma más activa en M&A del sector publicitario en Europa (en 2019 adquirió 10 compañías). A nivel global, destacarían las operaciones realizadas por Bain Capital (adquiriendo a WPP una participación mayoritaria de Kantar; 8,2x EV/EBITDA) y Publicis, con la adquisición de Epsilon por USD 4.000Mn (8,2x EV/EBITDA) para aumentar su "músculo" digital.

Gráfico 16. STOXX Europe 600 Media vs Eurostoxx 50 (Base 100)

Sector Benchmark = STOXX Europe 600 Media

Gráfico 17. Ingresos estimados de las principales agencias publicitarias 2019-2022e

Fuente: Consenso de Refinitiv. Base100 = 2019

Covid-19: ¿Y ahora qué? Para el sector, "caer" es inevitable… Aunque la presencia online como fuente de crecimiento cobra más importancia que nunca

Llegados a este punto, y dada la ciclicidad que caracteriza a la industria, la pregunta es sólo una: ¿cómo está impactando el Covid-19 al sector de la publicidad? Según datos del Interactive Advertising Bureau (IAB), cerca del 25% de los anunciantes y marcas habrían "congelado" sus inversiones en publicidad al menos hasta el final del 2T20, estimando una caída de la inversión en publicidad en Europa del 16,3% para el conjunto del año 2020e. Aunque el "partido" no es igual para todos: la presencia online cobra más importancia que nunca, por lo que los medios digitales serán los menos afectados (-5,5% en 2020e vs -21,3% para el resto de medios).

Por sectores, se espera que la reducción de la inversión sea superior en aquellos más afectados por las políticas de confinamiento y distanciamiento social (viajes, automoción, entretenimiento, salud, fitness…), mientras que negocios como los de telecomunicaciones, servicios OTT o venta retail online, presentarán una mayor resiliencia.

¿Y una vez superado el Covid-19? se prevé que la demanda industrial y el gasto en marketing se recuperen a finales de 2020 y a lo largo de 2021. Aunque si tomamos como referencia lo ocurrido con la crisis de 2008 en Europa, la industria publicitaria presentó una recuperación más lenta frente a otras industrias cíclicas (necesitando hasta 8 años para recuperar los niveles de inversión previos a la crisis; ver Gráfico 10 al inicio de este epígrafe).

Si ponemos el foco en las principales agencias publicitarias cotizadas, se espera una reducción de sus ingresos de c. 20% en 2020e, para luego recuperar en 2021e y 2022e (aunque sin recuperar aún en 2022e los niveles vistos en 2019; Gráfico 17).

Tabla 2. EV/EBITDA, EV/EBIT y FCF yield de las principales agencias publicitarias (2019-2022e)

	EV/EBITDA				EV/EBIT				FCF yield			
Company	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2022e**
WPP	8,3	9,8	8,4	7,8	11,5	12,3	10,7	9,8	1,7	4,0	7,7	9,1
Omnicom	8,2	8,8	8,0	7,6	9,1	9,8	8,8	8,5	7,2	10,0	10,7	11,6
Publicis	6,5	7,7	7,2	6,9	10,0	11,9	10,6	10,2	10,7	7,9	11,6	12,2
Interpublic	8,1	10,1	8,6	8,1	10,1	12,0	10,5	9,9	4,1	7,1	9,1	10,0
Media	**7,8**	**9,1**	**8,1**	**7,6**	**10,2**	**11,5**	**10,1**	**9,6**	**5,9**	**7,3**	**9,8**	**10,7**

En definitiva, pese a que la fortísima caída de la actividad económica producirá una reducción (inevitable) de la inversión en publicidad durante 2020e, el Covid-19 también está produciendo un impacto en el comportamiento del consumidor (disparando el consumo de contenido online). Lo que debiera impulsar aún más (si cabe) la publicidad a través de medios digitales. Conviene destacar que la fortísima caída de la actividad podría acelerar los movimientos corporativos (incrementando el interés sobre compañías del sector publicitario con presencia en "nichos" digitales, con claro potencial de crecimiento).

Entretenimiento: en continua transformación

Finalmente, c. 16% de las ventas de VTSG corresponden a la industria del Entretenimiento a través de su negocio de distribución de contenidos y servicios audiovisuales. Una industria en transformación que hoy se enfrenta a un reto claro: responder a un público cada día más fragmentado, con el foco en la personalización (consumir dónde, cuándo y cómo se quiera). Lo que explica la paradoja del sector en tiempos del Covid-19: actividad "congelada" y consumo disparado: eso sí, online.

Según datos de PWC, se espera que el Covid-19 produzca un fuerte impacto en toda la industria cinematográfica a nivel global, estimando una contracción de c. 65% de sus ingresos en 2020e como consecuencia de las políticas de distanciamiento social, que han resultado en el cierre temporal de salas, el retraso de los principales estrenos y la cancelación de proyectos. Aunque se prevé una fuerte recuperación en 2021e y 2022e, los ingresos estimados para el conjunto de la industria aún se mantendrían por debajo de los niveles alcanzados en 2019 durante los próximos cinco años (-2,4% TACC 2019-2024e).

2021e: Motivos para batir (ampliamente) al sector. Y un "test de estrés" a la capacidad de crecimiento del negocio

Gráfico 18. Ingresos proforma (2019-2022e)

Nota: VTSG integra los activos de Squirrel en julio 2020. El dato 2020e proforma incluye nuestra estimación de ingresos para VTSG 2020e (EUR 34,8Mn) y los ingresos generados (y no consolidados) por los activos de Squirrel durante el período enero-julio 2020, excluyendo transacciones interco (según el documento de registro con fecha 3 de diciembre 2020).

El contexto macro actual no coge a VTSG a contrapié (como sí lo hizo en 2011). La compañía ha implementado un importante proceso de reestructuración y transformación durante los últimos años, implicando: (i) un salto en tamaño muy significativo (con la integración del negocio de Media de Squirrel; aunque no será visible en su totalidad hasta los resultados 2021e), (ii) la transformación y diversificación de su negocio tradicional (ahora dominado por el negocio de Media/Publicidad; >70% s/ingresos 2021e) y (iii) el saneamiento de su situación financiera (con una posición de caja neta de c. EUR 0,5Mn en septiembre 2020 vs el elevado endeudamiento de etapas anteriores). Ahora, como en todo proceso de integración y cambio de modelo, el foco estará en la ejecución operativa de la integración. Y en su materialización en más crecimiento.

Conviene mencionar que el cambio de perímetro producido en julio 2020 distorsionará significativamente cualquier análisis comparativo con el pasado de la compañía (ver anexos 1 y 2 de este informe; los resultados 2020e consolidarán únicamente cinco meses de los activos integrados). A efectos ilustrativos, el Gráfico 18 muestra el impacto en ingresos de la integración de los activos de Squirrel en términos proforma (tomando como base 2019 y siendo la cifra 2020e un dato estimado por Lighthouse).

En este entorno, donde el nivel de incertidumbre aún continúa siendo elevado (por el potencial endurecimiento de las medidas para contener la evolución de la pandemia) ¿cuál es el escenario central detrás de las proyecciones de Lighthouse para VTSG en 2021e-2022e?

Crecer mucho (pese al contexto "macro") es posible… ¿Por qué?

Pese a que "caer" en términos proforma en 2020e es inevitable, resultado del fortísimo impacto del Covid-19 (Gráfico 18), VTSG presenta razones "micro" suficientes que nos permiten estimar un importante rebote de su facturación durante 2021e hasta alcanzar niveles de c. EUR 95Mn (+30% vs 2019 proforma; Gráfico 19). ¿Cuáles son esas razones? Por negocios:

Gráfico 19. Ingresos Totales 2021e vs 2020e y 2019 proforma

Nota: Datos 2020e y 2019 proforma exclusivamente a efectos ilustrativos. 2020e proforma corresponde a nuestra estimación de ingresos para el conjunto del año (ver anexo 1 y 2) junto a los ingresos generados (y no consolidados) por los activos de Squirrel durante el período enero-julio 2020 (excluyendo transacciones interco).

- **Media (EUR 69Mn; 72,4% s/Ingresos 2021e).** Estimamos que el negocio de Media, dominado esencialmente por la actividad publicitaria del Grupo, generará unos ingresos de c. EUR 69Mn en 2021e. Lo que implicaría un crecimiento del 78% vs 2020e proforma (y +11% vs niveles 2019 proforma). Y explicaría c. 70% del crecimiento de ingresos estimado para 2021e.

  El fuerte rebote del negocio de Media compara de forma realmente positiva vs su sector (cto. 2021e < 5% según consenso Refinitiv), esencialmente como resultado de: (i) su especialización en negocios e-commerce, donde la inversión en publicidad resulta indispensable (vs elevada exposición a negocios convencionales de los grandes players de la industria), (ii) con una cartera de clientes compuesta esencialmente por compañías "digitales" y en fase de crecimiento (Vinted o Babbel son un ejemplo; que no sólo mantendrán sus niveles de inversión, sino que los incrementarán), (iii) y diversificada sectorialmente (hoy el sector turístico representaría menos del 20%) y (iv) con capacidad de crecer en nuevos clientes (que compensarán una recuperación más lenta de sectores más afectados por la pandemia; Gráfico 20).

Gráfico 20. Evolución sectorial del mix de clientes del negocio de publicidad (actual vs 2019)

Gráfico 21. Ingresos de Contenidos y número de estrenos/año (2019-2022e)

- **Contenidos (EUR 15,5Mn; 16,2% s/Ingresos 2021e).** El Covid-19 impacta con fuerza sobre el negocio de contenidos audiovisuales, reduciendo de forma significativa el número de estrenos de nuevos títulos en salas de cine durante 2020e (c. 3 vs 8 en 2019). No obstante, el impacto del Covid-19 también provoca un cambio de tendencia en la forma de distribuir contenidos, incrementado de forma significativa los ingresos obtenidos con la distribución del tipo VOD, SVOD (plataformas por suscripción de video bajo demanda como Apple TV+, Movistar +, Prime Video…) y cesión de catálogo a TV. Lo que, a nuestro juicio, debiera compensar parcialmente el impacto en ingresos de la reducción del número de estrenos en salas de cine. Y permitir al negocio de contenidos generar unos ingresos de c. EUR 6Mn en 2020e (-23% vs 2019).

  ¿Y en 2021e? Estimamos un fuerte rebote del negocio hasta alcanzar niveles de ingresos de c. EUR 15Mn (multiplicando x2 los ingresos de 2019). A nuestro juicio, las principales palancas que explican este importante "despegue" del negocio de contenidos son dos:

  - **La recuperación de los ingresos por estrenos en cines hasta niveles de EUR 5,5Mn (vs EUR 1,2Mn en 2020e)** explicada por: (i) la capacidad de estrenar c. 12 títulos (vs 8 en 2019 y 3 en 2020) debido a que VTSG "forzará la máquina" para que lleguen al mercado tanto los nuevos títulos como los que la pandemia obligó a meter en un "cajón"; aunque obviamente con una recaudación estimada significativamente inferior a la vista en 2019, (ii) la incorporación de nuevos títulos al catálogo (estimamos un Capex 2021e de c. EUR 15Mn vs c. EUR 6Mn en 2019) y (iii) la capacidad de distribuir los nuevos títulos fuera de España (vs negocio 100% nacional en 2020e).
  - **El crecimiento del consumo de contenidos a través de plataformas de streaming** que esperamos que, junto a la cesión de catálogo a televisión, genere unos ingresos en 2021e de hasta c. EUR 7,5Mn (vs EUR 4,1Mn en 2020e).

Gráfico 22. Ingresos de Servicios TMT (2019-2022e)

Nota: El negocio de servicios satelitales se adquiere a Giglio Group en octubre de 2019, por lo que, durante 2019 consolidó únicamente los meses de noviembre y diciembre (EUR 1,5Mn). Estimamos que el negocio adquirido aportó en términos proforma unos ingresos de c. EUR 8-9Mn en 2019. Lo que explica el "salto" de 2020e.

- **Servicios TMT (EUR 10,9; 11,4% s/Ingresos 2021e).** División que integra dos negocios (i) servicios satelitales (adquirido a Giglio Group en octubre 2019 con unos niveles de facturación "teóricos" de c. EUR 8-9Mn; y que en 2019 consolidó únicamente dos meses) y (ii) servicios audiovisuales (negocio tradicional de VTSG con capacidad de generar una facturación recurrente de c. EUR 1,5Mn).

  El fuerte crecimiento esperado para 2021e se explica esencialmente por la recuperación del negocio de servicios satelitales hasta niveles de facturación de EUR 9,5Mn (en línea con los ingresos proforma de c. EUR 8-9Mn en 2019), que habría visto reducida su actividad entre un 20%-25% en 2020e, resultado de una reducción significativa del número de eventos (deportivos, musicales, culturales…) para los que VTSG prestaba servicio de "outside broadcasting" (emisiones por satélite por sistemas móviles).

En definitiva, pese a que "caer" en términos proforma en 2020e es inevitable (c. -25% vs 2019), los negocios de VTSG se encuentran preparados para recoger los frutos de una recuperación cíclica. Lo que no sólo debiera permitir a VTSG recuperar niveles de ingresos 2019 (proforma), sino que podría superarlos en c. 30% en 2021e. Las razones que explican este importante crecimiento vs 2019 responden tanto a razones estratégicas (negocios de media y contenidos) como de cambio de perímetro (la adquisición de servicios satelitales en octubre 2019 sólo consolidó dos meses en el proforma 2019). Las razones anteriores podrían resumirse en:

- **Foco del negocio de publicidad en clientes de corte "digital"** y en fase de crecimiento. Un negocio que explica c. 30% del crecimiento esperado vs 2019 proforma.

- **La capacidad "creíble" de recuperación del negocio de contenidos,** esencialmente por el "despegue" de los ingresos generados por la distribución en plataformas y cesión de catálogo (menos desarrollado en 2019). Lo que explicaría c. 35% del crecimiento vs 2019.

- **La consolidación (y recuperación) del negocio de servicios TMT** hasta niveles de 2019 (año en que el negocio de servicios satelitales consolidó únicamente dos meses; gráfico 22). La recuperación de niveles de facturación de EUR 9,5Mn del negocio de servicios satelitales explicaría c. 35% del cto. estimado vs 2019 proforma.

Gráfico 23. Contribución al margen bruto por negocio (2019-2022e)

Un negocio que pasará a estar "dominado" por la publicidad (no sólo en ingresos, sino también en márgenes ; c. 70% s/margen bruto 2021e)

La importante transformación de VTSG en 2020e no sólo afectará al mix de ingresos, sino que producirá un cambio radical en términos de márgenes (Gráfico 23, con un margen bruto 2020e que podría acercarse a c. EUR 11Mn (vs EUR 6Mn en 2019). Un crecimiento explicado esencialmente por la consolidación en 2020e (meses de agosto-diciembre) del negocio de Media de Squirrel, que estimamos que debiera aportar c. EUR 4Mn a nivel de margen bruto (Mg. Bruto Media 2020e: 20,1% s/Ingresos).

Para 2021e estimamos que el "salto" en ingresos se traduzca en un margen bruto de EUR 28,6Mn (Mg. Bruto consolidado de c. 30%), encontrándose "dominado" esencialmente por el negocio de Media/publicidad (c. 70% sobre el margen bruto total). Las principales palancas que explican el crecimiento del Mg. bruto hasta EUR 28,6Mn en 2021e (vs 11Mn en 2020e) serán:

Gráfico 24. Evolución del margen bruto consolidado (2019-2022e)

- **El "efecto perímetro",** por la incorporación al consolidado de 12 meses de ingresos del negocio de Media (vs 5 meses en 2020e). Lo que explicará c. 49% del incremento del margen bruto estimado para 2021e.

- **La mejora del margen bruto (en términos porcentuales) del negocio de Media,** hasta alcanzar el 28% en 2021e (vs 20% en 2020e; +8p.p.). El incremento estimado en término de márgenes se explica como resultado de una recuperación de los niveles de actividad del negocio publicitario en 2021e. Lo que debiera acercar el margen del negocio a los niveles medios del sector (c. 30% en 2021e según datos de Refinitiv). Y explicará c. 27% del incremento del margen bruto consolidado de nuestras estimaciones 2021e.

Gráfico 25. Desde Ingresos hasta EBITDA 2021e

Lo que debiera traducirse en un Mg. EBITDA 2021e de c. 20%: por puro aprovechamiento del apalancamiento operativo del negocio (EV/EBITDA '21e: 18x)

A nuestro juicio, la compañía podría generar economías de escala significativas resultado de un negocio que requiere de una estructura de costes "poco pesada". Ahora, la pregunta es sólo una: ¿qué costes de estructura requerirá la "nueva VTSG"?

Por un lado, el negocio de Media generó unos ingresos proforma 2019 (ex – interco) de c. EUR 62,5Mn para los que necesitó de unos gastos de personal de c. EUR 2,5Mn y otros gastos generales de c. EUR 1,5Mn (c. 6,5% en su conjunto s/ingresos totales). Por otro, el negocio de contenidos de VTSG ha mantenido unos costes de estructura totales de c. EUR 4Mn durante el período 2015-2019 (mientras que sus ingresos se han incrementado desde c. EUR 3Mn en 2015 hasta c. EUR 11Mn en 2019).

Nuestras estimaciones 2021e contemplan un incremento de los costes de estructura hasta EUR 9,6Mn (c. 10% s/ingresos 2021e), resultado de unos gastos de personal de c. EUR 6Mn (+30% vs EUR 4,6Mn del proforma 2019) y otros costes de explotación de c. EUR 3,6Mn (vs EUR 3,5Mn del proforma 2019). El "salto en tamaño" estimado para el año 2021e, junto a la estructura de costes "poco pesada" (c. 10% s/ingresos 2021e) debería empujar el EBITDA Rec. 2021e hasta c. EUR 19Mn; Mg. EBITDA c. 20%).

Gráfico 26. EBITDA Recurrente (2019-2022e)

Pero el riesgo no ha desaparecido. Mantener niveles de margen bruto del negocio de Media similares a los esperados en 2020e (c. 20% vs nuestras estimación de c. 27% en 2021e), junto a una recuperación más lenta de lo esperado del negocio de contenidos (hasta alcanzar una facturación de c. EUR 10Mn vs nuestra estimación de EUR 15Mn), podría producir un impacto muy negativo en nuestras estimaciones (EBITDA 2021e c. -50% vs nuestra estimación inicial).

Gráfico 27. EBITDA vs Beneficio ordinario neto (2019-2022e)

Y hacer "despegar" el Beneficio Neto Ordinario en 2021e (EUR 15,4Mn; PER 22x)

En el caso de VTSG, por debajo de la línea de EBITDA no hay grandes sorpresas. Sin impacto significativo por gastos financieros o participadas, la amortización de los contenidos audiovisuales (EUR 1,9Mn en 2021e y c. EUR 2,5Mn en 2022e) es la principal partida entre el EBITDA y el BAI.

Además, VTSG mantiene un volumen muy elevado de créditos fiscales pendientes de activar (c. EUR 84,9Mn fuera de balance a cierre de 2019), lo que debiera permitirle mantener una tasa fiscal muy reducida durante los próximos ejercicios (estimamos una tasa fiscal de c. 10% para 2021e y 2022e).

En este contexto, el crecimiento esperado en EBITDA Rec. en 2021e hasta EUR 19Mn debería traducirse a un importe "similar" en términos de beneficio neto ordinario (EUR 15,4Mn; gráfico 27). Lo que explica que, a nuestro juicio, el "equity story" de VTSG pivote casi exclusivamente sobre la capacidad de la compañía de rentabilizar la posición competitiva de los negocios integrados. Es decir: de crecer de forma significativa tanto en volumen de ingresos, como en márgenes. Un crecimiento que, como en toda actividad M&A, depende del grado de éxito de la ejecución operativa del negocio de Media bajo el paraguas de VTSG. Lo que implica que la incertidumbre sobre los números de los dos próximos ejercicios sea aún hoy elevada.

Finalmente, nuestras estimaciones 2021e no consideran el posible impacto positivo que pudiese derivarse de la demanda presentada por VTSG contra Giglio Group (por importe de c. EUR 14M) por diferencias existentes entre la contabilidad de los activos integrados (octubre 2019) y la realidad de éstos; que, de resolverse de forma favorable, podría implicar un ingreso extraordinario).

Manteniendo un volumen elevado de Bases Imponibles Negativas pendientes de activar (2019: EUR 85Mn)

La situación de pérdidas prolongadas atravesada por VTSG en el pasado resultó en un nivel muy elevado de BINS (EUR 84,9Mn a diciembre 2019) Dado que en la actualidad las BINS carecen de un período máximo para su compensación, el primer impacto de esta situación es una tasa fiscal reducida en el medio plazo.

Aunque, desde el punto de vista de valoración, aparece un segundo efecto. Y es el valor teórico de las BINS. Es decir el valor del ahorro fiscal a que darían lugar en VTSG si fueran compensadas en su totalidad.

Gráfico 28. Impactos en el FCF Rec. 2021e

Free Cash Flow: la inversión en nuevos títulos para el negocio de contenidos "frenará" la generación de caja. Al menos hasta 2022e

Estimamos un FCF Rec. 2021e en breakeven (EUR -0,7Mn; Gráfico 28) esencialmente como resultado del importante esfuerzo inversor que realizará la compañía con el objetivo de incrementar tanto su catálogo de contenidos como el número de títulos disponible para su estreno en cines (lo que debiera ser "clave" para el futuro crecimiento de su negocio de contenidos audiovisuales).

Estimamos un CAPEX de c. EUR 15Mn en 2021e, un importe en línea con nuestra estimación de ingresos para el negocio de contenidos (lo que da una idea de la magnitud del esfuerzo inversor). Un importe, en nuestra opinión, poco asumible de no haberse producido el "salto" en tamaño aportado por la integración del negocio de Media de Squirrel.

¿Y en 2022e? Pese a que mantenemos la hipótesis de que la compañía mantendrá el esfuerzo inversor (CAPEX 2022e: c. EUR 15Mn), el importante crecimiento del negocio estimado debiera permitir a VTSG generar un FCF Rec. de c. EUR 12Mn (c. 40% s/EBITDA Rec. 2022e; FCF yield 2022e c. 3,7%).

Con holgura financiera para acelerar el crecimiento (orgánico e inorgánico)

Una de las principales debilidades que encontramos en VTSG durante su reestructuración (2016-2019) es la falta de "musculo financiero" con el que acometer inversiones de calado en su negocio de contenidos (muy intensivo en capital para el mantenimiento y renovación del catálogo); lo que a su vez impedía la recuperación del flujo de caja y la generación de valor.

Gráfico 29. Deuda Neta (2019 – 2022e)

Hoy, la situación es muy diferente. VTSG contaba con una posición de caja neta de c. EUR 0,5Mn en septiembre 2020 (que esperamos que se mantenga en línea a cierre 2020e; Gráfico 29). Teniendo en cuenta la saneada situación financiera de VTSG (libre de deuda), junto a la capacidad de generación de caja del negocio (aunque habría que esperar, al menos hasta 2022e) y el acceso a nueva financiación, no descartamos potenciales movimientos corporativos en segmentos estratégicos, con el objetivo de acelerar el crecimiento de su negocio.

Pese a la saneada posición financiera de la compañía, no esperamos ningún pago de dividendos en el medio plazo, dado que estimamos que VTSG reinvertirá la generación de caja de la compañía en la financiación del crecimiento de su negocio (tanto orgánico como a través de oportunidades de M&A).

En conclusión: la integración del negocio de Media "resuelve" el crecimiento del negocio de contenidos. Y abre la oportunidad de batir al sector "ya" en 2021e.

A nuestro juicio, la integración del negocio de Media en julio 2020 no sólo supone un importante salto en tamaño para la compañía (Ingresos 2021e: c. EUR 95Mn), sino que permite resolver el "Catch 22" de su negocio de contenidos.

Joseph Heller definió un "Catch 22" ("Trampa 22" en castellano) como una situación negativa de la que las propias reglas del juego hacen imposible escapar: una paradoja que conduce a un "callejón sin salida". Y que, a nuestro criterio, era la situación en la que se encontraba VTSG en 2019 con: (i) un negocio tradicional (contenidos) de escasa masa crítica (ingresos 2019: EUR 11Mn), (ii) muy intensivo en capital ("clave" para el mantenimiento y renovación de su catálogo) y (iii) con una capacidad de financiación reducida que le impedía acceder al capital necesario para acometer nuevas inversiones con las que empujar su crecimiento. Esa era la "trampa" que, a nuestro juicio, impedía a la compañía acelerar su crecimiento.

En la actualidad (enero 2021), la situación es muy diferente. La integración del negocio de Media en 2020 debiera aportar la masa crítica (y la capacidad de generación de caja) necesaria para "nutrir" al negocio de contenidos (y todo ello sin sobre-endeudar a la compañía: Caja Neta 2020e c. EUR 0,3Mn; lo que permite a VTSG resolver su "Catch 22"). Y abre un nuevo horizonte de oportunidades que implicará crecimiento (crecer c. 30% en 2021e sobre los niveles proforma de 2019).

Es decir, hoy podemos considerar a VTSG como un animal completamente distinto al visto en 2019. Una "Rara avis" dentro del sector media, posicionándose como una compañía que presenta razones micro suficientes para esperar altas tasas de crecimiento en el medio plazo. Aunque "hiperdependiente", como en todo proceso de fusión, del grado de éxito de la ejecución operativa de la integración: algo que la evolución del negocio a lo largo de 2021e dará pistas para resolver.

2021e aparece como el año clave a la hora de juzgar la solidez y credibilidad del fortísimo crecimiento esperado para la "nueva VTSG" (+30% vs 2019 proforma en ingresos). Y si la singularidad de su modelo de negocio permite batir ampliamente a su sector. Dadas las condiciones de escasa visibilidad en mercado, 2022e parece hoy aún muy lejos. El año crítico, por tanto, es éste: sería la prueba de que estamos ante una historia de alto crecimiento en un sector en el que "eso" casi no existe. De algún modo, y tras la integración con Squirrel, 2021e puede ser visto como una gran oportunidad. Pero también como un "test de estrés" al modelo de negocio de VTSG.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**0,9**	**(0,6)**	**12,2**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**331,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-0,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2020)		
Coste de la deuda	1,5%	Coste de la deuda neta	1,3%	1,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**1,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**1,0%**	**1,4%**
Risk free rate (rf)	0,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)	8,5%	9,5%
Beta (B)	1,2	B (Refinitiv y Lighthouse)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,9%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,4%**	**12,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,4%**	**12,4%**
G "Razonable"	**2,5%**		**3,0%**	**2,0%**

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.
(2) VTSG dispone de un elevado volumen BINS no registradas (2019: EUR 85Mn).

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-22e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-22e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-22e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-22e
Omnicom	OMC	11.437,6	11,7	8,2%	8,0	4,3%	1,2	2,5%	15,6%	10,7%	4,1%
WPP	WPP.L	10.863,6	10,9	15,4%	8,4	7,9%	1,4	4,1%	16,4%	7,7%	9,0%
Publicis	PUBP.PA	10.518,0	9,7	6,4%	7,2	4,8%	1,5	3,0%	21,5%	11,6%	2,4%
Interpublic	IPG	7.922,3	13,2	9,9%	8,6	6,0%	1,4	3,2%	16,5%	9,1%	4,8%
Publicidad (Grandes players)			**11,4**	**10,0%**	**8,1**	**5,8%**	**1,4**	**3,2%**	**17,5%**	**9,8%**	**5,0%**
Mediaset	TL5.MC	1.370,5	8,2	4,4%	6,3	3,5%	1,6	0,3%	25,7%	11,9%	1,9%
Atresmedia	A3M.MC	724,3	8,2	5,4%	6,5	3,6%	1,0	1,2%	14,9%	10,5%	9,4%
Prisa	PRS.MC	748,9	52,9	-150,0%	15,0	24,1%	2,3	5,4%	15,3%	23,3%	-41,6%
Vocento	VOC.MC	134,8	29,5	81,8%	7,4	15,2%	0,8	2,3%	10,2%	11,1%	12,9%
Sector Media en España[3]			**24,7**	**n.a.**	**8,8**	**11,6%**	**1,4**	**2,3%**	**16,5%**	**14,2%**	**-4,4%**
VTSG[4]	**VTSG.MC**	**331,2**	**21,7**	**78,2%**	**17,7**	**72,9%**	**3,5**	**31,6%**	**19,8%**	**n.a.**	**n.a.**

Nota: Se incluyen las principales referencias del sector Media en España (pese a no ser comparables en términos estrictos de negocio con VTSG).

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	21,8%	20,9	16,1x
Central	19,8%	19,0	17,7x
Min	17,8%	17,1	19,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e		
EBITDA 21e	13,9%	15,4%	16,9%
20,9	2,7	1,3	(0,2)
19,0	0,8	(0,7)	(2,1)
17,1	(1,1)	(2,6)	(4,0)

Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
Max	0,8%	0,4%	n.a.
Central	0,2%	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

1. **Exposición al ciclo.** Cerca del 70% de los ingresos (2021e) de VTSG dependen de la industria Media/publicitaria: una industria cíclica, de bajo crecimiento estructural (industria madura) y muy competitiva. El modelo de negocio de VTSG, desde el punto de vista de cliente, pivota en más de un 90% sobre el sector e-commerce. Cualquier contracción que afecte a los sectores (dentro del e-commerce) que más invierten en publicidad (automoción, distribución y restauración, turismo, finanzas…) produciría un impacto significativo en el volumen de ingresos de VTSG.

2. **Dependencia del éxito de los contenidos.** Los ingresos por producción y distribución de contenidos dependen (en gran medida) del volumen de nuevos estrenos y otras variables "impredecibles" (como los cambios de gustos de los consumidores). Cualquier variación tanto en el volumen de nuevos títulos, como en el éxito esperado de los mismos, impactaría sobre nuestras estimaciones de ingresos (el área de contenidos supone c. 16% s/ingresos 2021e).

3. **Impacto del Covid-19 en la distribución en cines.** El Covid-19 ha afectado temporalmente a la distribución de películas en salas de cine. Nuestros números asumen una normalización de la asistencia a los cines a partir de 2021. Nuevas restricciones (confinamiento) o cambios de hábito en los consumidores (por percepción de riesgo) impactarían negativamente en nuestras proyecciones de la división de contenidos.

4. **Exposición a emergentes (Latam).** Aunque VTSG no está expuesta a riesgo divisa emergente (todas sus transacciones se cierran en euros o dólares; y las fluctuaciones por tipo de cambio son asumidas por sus clientes), el crecimiento en Latam (Brasil, México y Colombia, como principales países) es uno de los pilares que explican el crecimiento esperado de la compañía durante el período 2021e-2023e. Lo que en sí mismo implica dependencia de la "macro" y crecimiento de la región. Estimamos un peso sobre ingresos de Latam de c. 11% en 2021e.

5. **Riesgo comercial.** Una de las principales características de la industria publicitaria es su tendencia a la concentración, dando lugar, durante los últimos 20 años, a un mercado dominado por cinco grandes grupos internacionales. Lo que es compatible con la subsistencia de modelos de negocio "nicho" (caso de VTSG). En el largo plazo la rentabilidad y crecimiento (con ganancia de tamaño) de ese tipo de negocios puede incrementar su riesgo de competencia por parte de los grandes jugadores del sector. Con presión en volúmenes (clientes y cuota), precios y márgenes. Una reducción del Mg. Bruto 2021e obtenido por el negocio de Media de 5p.p., produciría una reducción del 23% del EBITDA 2021e.

6. **Incremento de las necesidades de CAPEX:** El negocio de distribución y producción de contenidos audiovisuales (c. 16% s/ingresos 2021e) es un negocio cuyo crecimiento es muy dependiente del nivel de inversión y, por tanto, muy intensivo en capital (estimamos un CAPEX de c. EUR 15Mn en 2021e y 2022e; lo que en sí mismo explica la práctica totalidad del CAPEX de VTSG en ambos períodos).

7. **Mala disciplina en M&A.** Tanto el momento económico (que ha reducido sensiblemente la rentabilidad del sector), como la dinámica específica del sector Media, abrirán oportunidades de crecimiento no orgánico a corto y medio. VTSG parte con un balance saneado (en posición de caja neta en 2020; y que se mantendría, según nuestras estimaciones, a cierre de 2021e) por lo que es probable que busque crecer vía M&A. Lo que en sí mismo implica un riesgo. El interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento puede conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra, con riesgo de destrucción de valor.

El accionista de referencia es, esencialmente, la "propiedad"

Tabla 3. Composición del consejo de administración (enero 2021)

Nombre	Categoría	Fecha	% Capital
Squirrel Capital	Ejecutivo	jul-16	94,3%
Julian Martínez Samaniego	Dominical	jul-16	0,0%
María José Pereiro	Dominical	oct-20	0,0%
Paula Eliz Santos	Independiente	dic-16	0,0%
Uriel González-Montes	Independiente	dic-16	0,0%
Javier Calvo Salve	Independiente	oct-19	0,0%
Teófilo Jiménez	Independiente	oct-20	0,0%
Total			**94,3%**

Los cambios experimentados por VTSG en los últimos años no sólo han afectado a su modelo de negocio y mix de ingresos. En 2016, Squirrel Capital (propiedad de Pablo Pereiro Lage) adquiere la participación de control que mantenía Ezentis en VTSG (25%), convirtiéndose en el accionista de referencia, lo que condujo a una renovación absoluta tanto del Consejo de Administración, como del equipo directivo.

Un Consejo de Administración renovado (2020). Y con peso mayoritario de independientes, El Consejo está compuesto por siete miembros, uno ejecutivo (Pablo Pereiro, en representación de Squirrel Capital), dos dominicales (nombrados por Squirrel Capital) y cuatro independientes, y por tanto mayoritarios en el Consejo de Administración. Sin presencia de consejeros ejecutivos a excepción de Pablo Pereiro (presidente ejecutivo y consejero delegado de la compañía).

La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de cuatro años, renovables por períodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), sin estipular los estatutos ninguna limitación al número de mandatos, ni al proceso de renovación de dicho órgano (% máximo de miembros a renovar simultáneamente y/o restricciones temporales).

Y un equipo directivo hipervinculado al precio de la acción. Squirrel Capital (Pablo Pereiro; presidente del consejo y consejero delegado de la compañía), controla de forma directa c. 94% del capital (Tabla 1), lo que implica una completa alineación de intereses del management con los intereses de los accionistas minoritarios. A fecha de emisión de este informe no hay inversores institucionales con presencia significativa en el accionariado.

Integración con Squirrel Capital. Las ampliaciones de capital realizadas durante los últimos años (Tabla 2) culminan con el proceso de aportación no dineraria de los activos de Squirrel Capital (julio 2020) mediante una aportación no dineraria valorada en EUR 220,5Mn (rango bajo del último informe de valoración emitido por PwC en mayo de 2020; -9% vs valoración inicial pre-Covid-19). Lo que supone un "salto" significativo en el tamaño de la participación de Squirrel Capital en la compañía (alcanzando c. 94,1%). La junta de accionistas aprueba la transacción en julio 2020 (con un porcentaje de votos mayoritariamente favorables también entre los accionistas "ex Squirrel Capital").

Las proyecciones financieras 2020e incluidas en este informe (ver Anexo 1) no son proforma sino que reflejan la integración de los activos de Squirrel Capital desde julio 2020. Los datos 2019 tampoco son proforma.

Tabla 4. Ampliaciones de capital (2017-2020)

Concepto	Fecha	Nº de acciones (Mn)	Valor nominal (EUR/acc.)	Capital Social (EUR Mn)	Prima de emisión (EUR Mn)
Saldo al 31/12/2017		**338**	**0,001**	**0,3**	**0,0**
Ampliación de capital dineraria	16/02/2018	3.305	0,001	3,3	0,0
Cancelación crédito participativo (Squirrel)	16/02/2018	2.341	0,001	2,3	0,0
Saldo al 31/12/2018		**5.984**	**0,001**	**5,98**	**0,0**
Ampliación de capital dineraria	03/07/2019	11.969	0,001	12,0	0,0
Ampliación de capital no dineraria (Giglio Group)	04/11/2019	1.136	0,001	1,1	11,4
Saldo al 31/12/2019		**19.089**	**0,001**	**19,1**	**11,4**
Ampliación de capital no dineraria (Squirrel)	30/07/2020	66.818	0,001	66,8	153,7
Contra-split (1 nueva por cada 1.000)	04/12/2020	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Saldo a fecha de este informe		**85,9**	**1,0**	**85,9**	**165,0**

Retribución del consejero ejecutivo (Presidente y Consejero Delegado). La retribución del único consejero ejecutivo (Pablo Pereiro) se compone de: (i) una retribución fija de EUR 600k/año (c. 10% s/gastos de personal 2021e) y (ii) una retribución variable vinculada al cumplimiento del presupuesto (máximo del 75% s/retribución fija) y de los objetivos estratégicos (máximo del 25% s/retribución fija).

Los consejeros no ejecutivos no tienen ninguna otra remuneración que el abono de una dieta, para retribuir su asistencia (c. EUR 2k para los miembros del consejo de administración y c. EUR 1k para las comisiones de auditoría y nombramientos). No existen otras formas de remuneración a los consejeros.

Anexo 1. Proyecciones financieras[1]

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado inmaterial	3,8	4,3	7,6	10,3	27,1	27,1	27,1	27,1
Inmovilizado material	0,6	0,5	0,4	0,4	1,6	3,5	16,5	29,1
Otros activos no corrientes	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado financiero	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondo de comercio y otros intangibles	0,5	0,5	0,5	0,5	10,4	10,4	10,4	10,4
Activo circulante	3,0	2,7	1,4	3,3	13,1	13,6	27,9	33,9
Total activo	**8,2**	**8,4**	**10,0**	**14,5**	**52,3**	**54,7**	**81,9**	**100,5**
Patrimonio neto	(23,9)	(25,2)	1,7	8,2	40,4	43,0	58,2	85,4
Minoritarios	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	19,6	21,4	5,2	3,8	0,5	(0,3)	0,4	(11,9)
Pasivo circulante	13,1	12,9	3,8	3,0	11,7	12,4	23,6	27,3
Total pasivo	**8,2**	**8,4**	**10,0**	**14,5**	**52,3**	**54,7**	**81,9**	**100,5**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 15-19	TACC 19-22e
Total Ingresos	**3,0**	**4,0**	**3,9**	**6,4**	**10,8**	**34,8**	**95,8**	**126,0**	***37,5%***	***n.a.***
Cto.Total Ingresos	*-50,2%*	*33,3%*	*-3,5%*	*66,2%*	*67,3%*	*223,7%*	*174,8%*	*31,6%*		
Coste de ventas	(0,7)	(1,2)	(0,5)	(1,9)	(4,8)	(23,7)	(67,2)	(82,3)		
Margen Bruto	**2,3**	**2,9**	**3,3**	**4,6**	**5,9**	**11,2**	**28,6**	**43,7**	***26,5%***	***94,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*76,7%*	*71,0%*	*85,8%*	*71,0%*	*55,0%*	*32,1%*	*29,9%*	*34,7%*		
Gastos de personal	(2,5)	(2,1)	(1,8)	(1,9)	(2,2)	(3,6)	(6,0)	(6,8)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,1)	(0,9)	(0,2)	(2,0)	(2,7)	(3,6)	(4,1)		
EBITDA recurrente	**(1,8)**	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,7**	**4,8**	**19,0**	**32,8**	***31,2%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*82,8%*	*307,3%*	*292,9%*	*-30,9%*	*185,2%*	*292,6%*	*72,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*16,1%*	*38,1%*	*15,7%*	*13,9%*	*19,8%*	*26,0%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**(1,8)**	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,7**	**4,8**	**19,0**	**32,8**	***31,2%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(0,8)	(0,3)	1,6	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,9)	(2,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	**(2,5)**	**(0,6)**	**2,2**	**2,1**	**0,9**	**3,5**	**17,0**	**30,2**	***23,7%***	***n.a.***
Cto.EBIT	*78,1%*	*77,8%*	*490,1%*	*-5,9%*	*-57,6%*	*301,1%*	*384,2%*	*77,5%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*56,7%*	*32,1%*	*8,1%*	*10,1%*	*17,8%*	*24,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,4)	(0,6)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(4,0)**	**(1,2)**	**1,9**	**2,0**	**0,8**	**3,5**	**17,0**	**30,2**	***21,9%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*67,3%*	*71,0%*	*262,2%*	*9,2%*	*-59,9%*	*322,8%*	*389,9%*	*78,2%*		
Extraordinarios	-	-	26,1	-	7,9	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(4,0)**	**(1,2)**	**28,0**	**2,0**	**8,8**	**3,5**	**17,0**	**30,2**	***43,1%***	***51,1%***
Impuestos	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,9)	(1,7)	(3,0)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*8,2%*	*3,5%*	*25,0%*	*10,0%*	*10,0%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(4,1)**	**(1,2)**	**27,9**	**1,8**	**8,5**	**2,6**	**15,3**	**27,2**	***41,8%***	***47,7%***
Cto.Beneficio neto	*65,3%*	*70,6%*	*n.a.*	*-93,5%*	*368,8%*	*-69,3%*	*487,9%*	*78,2%*		
Beneficio ordinario neto	**(4,1)**	**(1,2)**	**1,8**	**1,8**	**0,8**	**2,6**	**15,3**	**27,2**	***21,7%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*65,5%*	*70,7%*	*252,3%*	*-0,9%*	*-56,1%*	*228,3%*	*487,9%*	*78,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 15-19	TACC 19-22e
EBITDA recurrente						**4,8**	**19,0**	**32,8**	***31,2%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						0,2	(3,0)	(2,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**4,9**	**15,9**	**30,3**	***-45,1%***	***n.a.***
CAPEX						(3,2)	(14,8)	(15,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,0)	0,0		
Impuestos						(0,9)	(1,7)	(3,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,8**	**(0,7)**	**12,2**	***-33,8%***	***62,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,8**	**(0,7)**	**12,2**	***-33,8%***	***62,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,8)**	**0,7**	**(12,2)**		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.
Nota 2: El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow(1)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 16-19	TACC 19-22e
EBITDA recurrente	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,7**	**4,8**	**19,0**	**32,8**	***96,8%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*82,8%*	*307,3%*	*292,9%*	*-30,9%*	*185,2%*	*292,6%*	*72,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*16,1%*	*38,1%*	*15,7%*	*13,9%*	*19,8%*	*26,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(7,8)	(2,6)	(1,1)	0,2	(3,0)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,4)**	**(7,1)**	**(0,2)**	**0,6**	**4,9**	**15,9**	**30,3**	***53,4%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-105,6%*	*n.a.*	*97,5%*	*422,3%*	*750,7%*	*223,2%*	*91,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,4%*	*14,1%*	*16,6%*	*24,1%*		
- CAPEX	(0,7)	(1,7)	-	(5,8)	(3,2)	(14,8)	(15,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(0,3)	(0,0)	0,1	(0,1)	(0,0)	0,0		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,9)	(1,7)	(3,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(1,6)**	**(9,2)**	**(0,4)**	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**	**12,2**	***-48,6%***	***62,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-136,7%*	*-462,1%*	*96,0%*	*n.a.*	*115,3%*	*-180,9%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*n.a.*	*9,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(1,6)**	**(9,2)**	**(0,4)**	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**	**12,2**	***-48,6%***	***62,4%***
Cto. Free Cash Flow	*-136,7%*	*-462,1%*	*96,0%*	*n.a.*	*115,3%*	*-180,9%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*n.a.*	*3,7%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*n.a.*	*3,7%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**4,4**	**(1,6)**	**(9,2)**	**(0,4)**	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,6)	0,0	0,4	1,6	3,8	8,4	6,0
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,0	0,9	1,4	(2,4)	(0,7)	5,7	7,8
= Variación EBITDA recurrente	**1,5**	**0,9**	**1,8**	**(0,8)**	**3,1**	**14,1**	**13,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,1)	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(8,2)	(7,7)	5,1	1,5	1,3	(3,2)	0,7
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(6,7)**	**(6,8)**	**7,0**	**0,8**	**4,3**	**11,0**	**14,5**
+/-Variación del CAPEX	(0,3)	(1,0)	1,7	(5,8)	2,7	(11,6)	(0,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,9	0,3	0,3	0,1	(0,1)	0,0	0,1
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,0)	(0,1)	0,0	(0,7)	(0,8)	(1,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(6,1)**	**(7,5)**	**8,8**	**(5,0)**	**6,2**	**(1,5)**	**12,9**
Free Cash Flow Recurrente	**(1,6)**	**(9,2)**	**(0,4)**	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**	**12,2**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 16-19	TACC 19-22e
EBIT	**(0,6)**	**2,2**	**2,1**	**0,9**	**3,5**	**17,0**	**30,2**	***52,6%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,2%*	*8,2%*	*3,5%*	*25,0%*	*10,0%*	*10,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,9)	(1,7)	(3,0)		
EBITDA recurrente	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,7**	**4,8**	**19,0**	**32,8**	***96,8%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(7,8)	(2,6)	(1,1)	0,2	(3,0)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,4)**	**(7,1)**	**(0,2)**	**0,6**	**4,9**	**15,9**	**30,3**	***53,4%***	***n.a.***
- CAPEX	(0,7)	(1,7)	-	(5,8)	(3,2)	(14,8)	(15,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,9)	(1,7)	(3,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(1,0)**	**(8,8)**	**(0,3)**	**(5,3)**	**0,9**	**(0,6)**	**12,2**	***-73,4%***	***62,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-117,1%*	*-765,8%*	*96,0%*	*n.a.*	*116,2%*	*-172,1%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,5%	n.a.	9,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,0)**	**(8,8)**	**(0,3)**	**(5,3)**	**0,9**	**(0,6)**	**12,2**	***-73,4%***	***62,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-117,1%*	*-765,8%*	*96,0%*	*n.a.*	*116,2%*	*-172,1%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*n.a.*	*3,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*n.a.*	*3,6%*		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.
Nota 2: El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	331,2	
+ Minoritarios	1,6	Rdos. 9m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,8	Rdos. 9m 2020
+ Deuda financiera neta	(0,5)	Rdos. 9m 2020
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 9m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**335,5**	

Anexo 4. Comportamiento histórico(1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 09-19	TACC 19-22e
Total Ingresos	**102,6**	**104,5**	**135,2**	**23,7**	**8,6**	**6,0**	**3,0**	**4,0**	**3,9**	**6,4**	**10,8**	**34,8**	**95,8**	**126,0**	***-20,2%***	***n.a.***
Cto. Total ingresos	*-14,0%*	*1,9%*	*29,3%*	*-82,5%*	*-63,9%*	*-29,4%*	*-50,2%*	*33,3%*	*-3,5%*	*66,2%*	*67,3%*	*223,7%*	*174,8%*	*31,6%*		
EBITDA	**15,5**	**18,3**	**(12,4)**	**6,6**	**(2,0)**	**0,0**	**(1,8)**	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,7**	**4,8**	**19,0**	**32,8**	***-19,9%***	***n.a.***
Cto. EBITDA	*-41,9%*	*17,8%*	*-168,0%*	*153,0%*	*-129,9%*	*100,9%*	*n.a.*	*82,8%*	*307,3%*	*292,9%*	*-30,9%*	*185,2%*	*292,6%*	*72,9%*		
EBITDA/Ingresos	*15,1%*	*17,5%*	*n.a.*	*27,8%*	*n.a.*	*0,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*16,1%*	*38,1%*	*15,7%*	*13,9%*	*19,8%*	*26,0%*		
Beneficio neto	**(18,2)**	**0,9**	**(35,1)**	**(40,7)**	**(68,6)**	**(12,0)**	**(4,1)**	**(1,2)**	**27,9**	**1,8**	**8,5**	**2,6**	**15,3**	**27,2**	***9,4%***	***47,7%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*105,2%*	*n.a.*	*-15,9%*	*-68,7%*	*82,6%*	*65,3%*	*70,6%*	*n.a.*	*-93,5%*	*368,8%*	*-69,3%*	*487,9%*	*78,2%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	6,7	6,7	7,6	7,6	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	15,1	18,9	47,4	85,9	85,9		
BPA (EUR)	-2,73	0,14	-4,61	-5,34	-8,72	-1,52	-0,53	-0,15	3,57	0,12	0,45	0,05	0,18	0,32	*8,0%*	*-10,9%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-15,9%*	*-63,2%*	*82,6%*	*65,3%*	*70,6%*	*n.a.*	*-96,6%*	*n.a.*	*-87,8%*	*n.a.*	*78,2%*		
BPA ord. (EUR)	-2,74	0,11	-4,59	-5,32	-7,75	-1,52	-0,52	-0,15	0,23	0,12	0,04	0,05	0,18	0,32	*7,3%*	*96,2%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-16,0%*	*-45,6%*	*80,4%*	*65,9%*	*70,7%*	*n.a.*	*-48,6%*	*-65,0%*	*30,7%*	*n.a.*	*78,2%*		
CAPEX	(7,9)	(5,7)	(2,5)	(1,9)	-	(0,2)	(0,4)	(0,7)	(1,7)	-	(5,8)	(3,2)	(14,8)	(15,1)		
CAPEX/Vtas %)	*7,7%*	*5,4%*	*1,9%*	*7,8%*	*0,0%*	*4,1%*	*13,5%*	*16,4%*	*43,1%*	*0,0%*	*54,3%*	*9,1%*	*15,4%*	*12,0%*		
Free Cash Flow	**(12,8)**	**(5,0)**	**9,6**	**5,1**	**(1,5)**	**0,6**	**4,4**	**(1,6)**	**(9,2)**	**(0,4)**	**(5,4)**	**0,8**	**(0,7)**	**12,2**	**8,4%**	**62,4%**
DN/EBITDA (x)(3)	*3,1x*	*3,2x*	*n.a.*	*3,1x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,4x*	*1,6x*	*0,3x*	*-0,1x*	0,0x	-0,4x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,9x*	*8,6x*	*70,3x*	21,7x	12,2x		
EV/Vtas (x)	*0,99x*	*0,60x*	*0,34x*	*1,16x*	*4,50x*	*6,33x*	*11,23x*	*8,86x*	*5,03x*	*6,46x*	*5,19x*	*9,63x*	3,50x	2,66x		
EV/EBITDA (x)(3)	*6,5x*	*3,4x*	*n.a.*	*4,2x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*31,2x*	*16,9x*	*33,0x*	*n.a.*	17,7x	10,2x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-46,3%*	*-26,1%*	*-40,7%*	*-48,3%*	*-4,3%*	*41,5%*	*23,7%*	*24,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-55,8%*	*-28,7%*	*-36,1%*	*-47,3%*	*-10,9%*	*66,4%*	*10,6%*	*47,7%*				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Refinitiv.
Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.
Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables (2021e)

		Publicidad (Grandes players)					Sector Media en España³					
	EUR Mn	Omnicom	WPP	Publicis	Interpublic	Average	Mediaset	Atresmedia	Prisa	Vocento	Average	VTSG⁴
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	OMC	WPP.L	PUBP.PA	IPG		TL5.MC	A3M.MC	PRS.MC	VOC.MC		VTSG.MC
	País	USA	UK	France	USA		Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	11.437,6	10.863,6	10.518,0	7.922,3		1.370,5	724,3	748,9	134,8		331,2
	Enterprise value (EV)	14.077,8	17.045,3	15.686,3	10.007,1		1.409,6	894,6	1.915,4	272,8		335,5
Información financiera básica	Total Ingresos	11.370,6	12.337,1	10.139,3	7.047,3		868,0	930,7	834,4	359,3		95,8
	Cto.Total Ingresos	*5,4%*	*2,5%*	*2,6%*	*4,5%*	*3,7%*	*6,8%*	*8,8%*	*3,8%*	*4,6%*	*6,0%*	*174,8%*
	Cto. (2021e - 2022e)	*2,5%*	*4,1%*	*3,0%*	*3,2%*	*3,2%*	*0,3%*	*1,2%*	*5,4%*	*2,3%*	*2,3%*	*31,6%*
	EBITDA	1.768,5	2.018,1	2.179,3	1.161,0		222,9	138,4	127,7	36,7		19,0
	Cto. EBITDA	*10,5%*	*15,6%*	*7,2%*	*17,3%*	*12,7%*	*4,3%*	*35,0%*	*24,8%*	*42,9%*	*26,7%*	*292,6%*
	Cto. (2021e - 2022e)	*4,3%*	*7,9%*	*4,8%*	*6,0%*	*5,8%*	*3,5%*	*3,6%*	*24,1%*	*15,2%*	*11,6%*	*72,9%*
	EBITDA/Ingresos	*15,6%*	*16,4%*	*21,5%*	*16,5%*	*17,5%*	*25,7%*	*14,9%*	*15,3%*	*10,2%*	*16,5%*	*19,8%*
	EBIT	1.594,1	1.599,4	1.484,1	951,0		205,0	120,7	54,6	18,3		17,0
	Cto. EBIT	*11,5%*	*15,0%*	*12,5%*	*13,8%*	*13,2%*	*7,8%*	*43,5%*	*111,0%*	*139,1%*	*75,3%*	*384,2%*
	Cto. (2021e - 2022e)	*3,7%*	*9,0%*	*3,9%*	*6,1%*	*5,7%*	*2,4%*	*4,4%*	*53,6%*	*30,4%*	*22,7%*	*77,5%*
	EBIT/Ingresos	*14,0%*	*13,0%*	*14,6%*	*13,5%*	*13,8%*	*23,6%*	*13,0%*	*6,5%*	*5,1%*	*12,1%*	*17,8%*
	Beneficio Neto	974,6	996,9	1.052,8	601,3		164,1	89,2	(27,0)	7,5		15,3
	Cto. Beneficio Neto	*14,9%*	*24,0%*	*12,4%*	*11,7%*	*15,7%*	*10,1%*	*46,6%*	*63,5%*	*229,3%*	*87,4%*	*487,9%*
	Cto. (2021e - 2022e)	*5,9%*	*11,9%*	*7,3%*	*9,3%*	*8,6%*	*3,9%*	*5,2%*	*103,7%*	*56,7%*	*42,4%*	*78,2%*
	CAPEX/Ventas	*0,9%*	*4,0%*	*2,8%*	*2,2%*	*2,5%*	*13,9%*	*3,0%*	*6,2%*	*2,8%*	*6,5%*	*15,4%*
	Free Cash Flow	1.228,6	833,5	1.221,8	724,7		163,1	76,1	174,4	14,9		(0,7)
	Deuda financiera Neta	403,3	3.650,1	2.089,9	1.319,0		(152,5)	151,1	883,3	58,0		0,4
	DN/EBITDA (x)	0,2	1,8	1,0	1,1	1,0	(0,7)	1,1	6,9	1,6	2,2	0,0
	Pay-out	*51,1%*	*44,0%*	*43,4%*	*55,7%*	*48,6%*	*58,1%*	*67,5%*	*0,0%*	*27,4%*	*38,3%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,7	10,9	9,7	13,2	11,4	8,2	8,2	52,9	29,5	24,7	21,7
	P/BV (x)	4,2	1,3	1,2	3,1	2,5	1,4	1,6	n.a.	0,5	1,2	5,7
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,4	1,5	1,4	1,4	1,6	1,0	2,3	0,8	1,4	3,5
	EV/EBITDA (x)	8,0	8,4	7,2	8,6	8,1	6,3	6,5	15,0	7,4	8,8	17,7
	EV/EBIT (x)	8,8	10,7	10,6	10,5	10,1	6,9	7,4	35,1	14,9	16,1	19,7
	ROE	*34,5*	*12,6*	*12,9*	*24,2*	*21,1*	*15,1*	*18,9*	*n.a.*	*1,3*	*11,8*	*30,2*
	FCF Yield (%)	*10,7*	*7,7*	*11,6*	*9,1*	*9,8*	*11,9*	*10,5*	*23,3*	*11,1*	*14,2*	*n.a.*
	DPA	*2,27*	*0,35*	*1,95*	*0,87*	*1,36*	*0,29*	*0,27*	*0,00*	*0,02*	*0,14*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,3%*	*0,0%*	*4,6%*	*4,3%*	*3,3%*	*6,9%*	*8,3%*	*0,0%*	*1,6%*	*4,2%*	*0,0%*

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).
Nota 3: Se incluyen las principales referencias del sector Media en España (pese a no ser comparables en términos estrictos de negocio con VTSG).
Nota 4 El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento en 2021e vs 2020e.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).

2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos horarios anticipados.

4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.

7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.

8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.

10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.

12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
29-Ene-2021	n.a.	3,86	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez