

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Media

Fecha del informe: 25 may 2022
Hora distribución: 8:30

Inicio de cobertura
Precio de Cierre: EUR 0,43 (24 may 2022)

Mondo TV Studios (MONI), es una compañía española con sede en Tenerife (Islas Canarias, España) centrada en la prestación de servicios de animación, coproducción y distribución de contenidos (TV y plataformas OTT a través de internet) con foco en audiencias infantiles y juveniles y actividad en España, Portugal, Latam y en zonas de EEUU de habla hispana. MONI forma parte del Grupo Mondo TV (quien controla c. 76% del capital).

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

La oportunidad (pero también el reto) de crecer "de verdad"

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	8,6	9,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	11,9	12,8
Número de Acciones (Mn)	20,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,49 / 0,29 / 0,14	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	13,8	
Factset / Bloomberg	MONI-ES / MONI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Mondo TV S.p.A	75,6
Familia Corradi	10,4
Free Float	14,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	19,6	20,0	20,0	20,0
Total Ingresos	3,8	5,1	6,0	7,0
EBITDA Rec.	0,3	-0,6	-0,1	0,5
% Var.	-12,5	-321,9	83,0	575,6
% EBITDA Rec./Ing.	7,0	n.a.	n.a.	6,9
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	24,8	9,9	20,6	15,9
Beneficio neto	0,0	0,4	1,6	1,4
BPA (EUR)	0,00	0,02	0,08	0,07
% Var.	149,0	950,7	247,4	-10,5
BPA ord. (EUR)	0,01	0,02	0,08	0,07
% Var.	713,9	271,9	247,4	-10,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-0,7	-0,8	-0,5	-0,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	4,2	4,9	5,4	5,5
DN / EBITDA Rec.(x)	15,4	n.a.	n.a.	11,4
DN / Fondos Propios (x)	3,9	3,3	1,8	1,2
ROE (%)	4,1	35,1	68,4	37,1
ROCE (%) ⁽⁴⁾	2,9	11,9	26,0	18,7

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	19,1	5,5	6,2
PER Ordinario	71,2	19,1	5,5	6,2
P/BV	8,2	5,7	2,8	1,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,10	2,33	1,99	1,71
EV/EBITDA Rec.	44,1	n.a.	n.a.	24,6
EV/EBIT Ajustado	n.a.	20,0	6,8	7,5
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

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

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

UN NEGOCIO EN GESTACIÓN, HIPERDEPENDIENTE (HASTA AHORA) DE LA RELACIÓN CON SU MATRIZ. MONI es una pequeña compañía española del sector Media en teórica fase de despegue, con sede en Canarias (lo que le permite acogerse a un excelente marco de incentivos fiscales) y, aún, muy dependiente de la relación con su matriz (Grupo Mondo TV), hasta ahora su principal cliente y financiador.

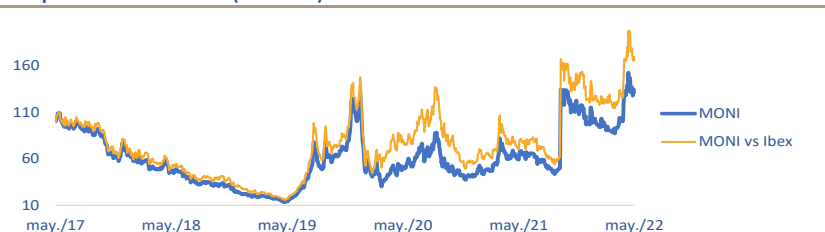
ANTE LA OPORTUNIDAD DE CRECER "DE VERDAD". Nuestro escenario para el período 22e-24e contempla una aceleración del crecimiento en ingresos (especialmente en 2022e: +33% vs 2021) hasta alcanzar c. EUR 7Mn en 2024e (+22% TACC 21-24e). Un salto de escala significativo, sustentado, esencialmente, en: (i) la continuidad del crecimiento en Servicios de Animación (+15% TACC 21-24e) y (ii) el "despegue" del negocio de distribución (que estimamos que represente c. 50% s/Ingresos 22e vs < 5% en 2021). Crecer "de verdad", es decir, sumar a su cuenta de resultados actual ingresos rentables obtenidos con nuevos clientes.

AUNQUE HABRÁ QUE ESPERAR HASTA 2024E PARA SUPERAR EL BREAKEVEN EN EBITDA RECURRENTE. Por dos razones: (i) la contracción del margen bruto estimada en 2022e como resultado del mayor peso del negocio de distribución en el mix de ingresos y (ii) una estructura de costes (tras la ampliación en 2021 del estudio de producción en Canarias) que aún seguirá pesando mucho en EBITDA Rec. (costes de explotación de c. EUR 3,5Mn; de los que c. 75% corresponden a gastos de personal).

EL APALANCAMIENTO SEGUIRÁ SIENDO ELEVADO. A nuestro juicio, el principal obstáculo para la generación de FCF Recurrente continuará siendo el estrecho margen generado por los negocios de MONI, por lo que la inversión para la producción de nuevos contenidos necesitará de financiación (proyectamos una deuda neta creciente hasta EUR 5,5Mn en 2024e vs EUR 4,2Mn en 2021).

OPORTUNIDAD/RETO. En los próximos años MONI tiene enfrente una oportunidad obvia: crecer más allá del negocio aportado por su matriz y, por tanto, de dar un salto en tamaño (Ingresos 2024e: EUR 7Mn). Pero sometida a tres condicionantes: (i) financiación, (ii) apertura de nuevos mercados y (iii) riesgo inherente a un negocio del sector Media: hiperdependiente del éxito de sus contenidos.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,9	48,3	126,3	35,2	844,4	33,7
vs Ibox 35	1,2	40,8	141,4	36,5	903,8	69,0
vs Ibox Small Cap Index	-0,5	36,1	126,8	29,1	631,4	-6,3
vs Eurostoxx 50	6,3	55,7	150,4	59,3	767,5	31,5
vs Índice del sector ⁽³⁾	10,7	53,7	127,4	55,8	743,7	19,8

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

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

Mondo TV Studios (MONI) es una compañía de BME Growth

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

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

Conclusiones

La posibilidad de crecer (más allá del negocio aportado por su matriz) es el verdadero equity story. Y el período 22e-23e es “clave” para demostrarlo

Mondo TV Studios (MONI) es una pequeña compañía española (Market Cap. EUR 8,6Mn) con sede en Tenerife (Islas Canarias; España) centrada en la prestación de servicios de animación, coproducción y distribución de contenidos (TV y plataformas OTT a través de internet) con foco en audiencias infantiles y juveniles y actividad en España, Portugal, Latam y zonas de EEUU de habla hispana.

Prestación de servicios de animación, coproducción y distribución de contenidos (TV y plataformas OTT)

Forma parte del Grupo Mondo TV (con c. 76% del capital), compañía italiana de referencia en el sector de la producción y distribución de series de animación (controlada por la familia Corradi, fundadora de la compañía, y cotizada en el segmento Euronext Star de la bolsa italiana; capitalización de c. EUR 40Mn y consenso de ventas para 2022e de c. EUR 36Mn).

A) 2016-2021: un negocio aún en gestación, hiperdependiente de la relación con su matriz y en el que su fiscalidad resulta determinante

Con el foco en audiencias infantiles y juveniles

Fundada en 2008 como filial del Grupo Mondo TV para la distribución en el mercado ibérico y latinoamericano del catálogo de animación de su matriz (en aquel momento su único accionista y cliente). En 2016, coincidiendo con su salida a Bolsa, MONI establece un estudio de producción en Tenerife (Canarias) para la creación, y producción de contenidos de ficción y animación juvenil (tanto para el Grupo Mondo TV como para terceros); un hecho que, a nuestro juicio, marca un punto de inflexión para la compañía.

En concreto, durante el período 2016-2021 destacamos:

Ingresos 2021, EUR 3,8Mn (vs EUR 2,1Mn en 2016)

- **Capacidad de crecer en ingresos (2021: EUR 3,8Mn vs EUR 2,1Mn en 2016), aunque con un mix muy volátil.** Algo lógico dado el tamaño y naturaleza del negocio de MONI (producción y distribución de contenidos; caracterizada por un reconocimiento de ingresos muy irregular).
- **Manteniendo un elevado volumen de ingresos generado con su matriz (Grupo Mondo TV).** Hasta la fecha, MONI genera un volumen muy significativo de sus ingresos con empresas del Grupo Mondo TV (hasta ahora su principal cliente; c. 70% s/Ingresos 2021).
- **Y márgenes reducidos.** En concreto, para la generación de unos ingresos totales de EUR 3,8Mn en 2021, MONI incrementó sus costes totales hasta EUR 3,6Mn (c. 70% correspondientes a gastos de personal); lo que deja el EBITDA Recurrente cerca del breakeven (EUR 0,3Mn; Mg. EBITDA Recurrente 2021 c. 7%).
- **Incentivos fiscales, imprescindibles desde un punto de vista de generación de caja.** Como productora con domicilio fiscal en Canarias, MONI se acoge a un excelente marco de incentivos fiscales (clave en su modelo de negocio), destacando: (i) Zona ZEC, con un tipo impositivo reducido (4% frente al tipo general del 25% en España) y (ii) tax rebate para servicios de animación (deducción del 45-50% de los gastos elegibles incurridos en el territorio canario).
- **Aunque la inversión en nuevos contenidos para impulsar su crecimiento se habría traducido en una Deuda Neta elevada (DN 2021: EUR 4,2Mn).** El crecimiento del negocio de producción y distribución de contenidos audiovisuales es muy intensivo en capital (resulta crítico “sembrar” el catálogo con nuevos títulos para impulsar los ingresos a través de su distribución). A lo que habría que sumar la ampliación del estudio de producción en Canarias realizada en 2021, lo que elevó la deuda neta de la compañía hasta EUR 4,2Mn (vs EUR 2,9Mn en 2020).

Aunque con unos márgenes reducidos (EBITDA Recurrente 2021 en breakeven)

Y una Deuda Neta elevada (EUR 4,2Mn en 2021; mitigada por el apoyo financiero de su matriz)

En definitiva, hoy MONI es una pequeña compañía del sector Media con presencia a lo largo de casi toda la cadena de valor del sector audiovisual (servicios de animación, coproducción de contenidos, distribución y Licensing & Merchandising), con sede en Canarias (lo que le permite acogerse a un excelente marco de incentivos fiscales), en fase de despegue (Ingresos 2021: EUR 3,8Mn vs EUR 2,6Mn en 2020) y, todavía, muy dependiente de la relación con su matriz (Grupo Mondo TV), hasta ahora su principal cliente y financiador.

B) 2022e-2024e: la oportunidad (y el reto) de crecer “de verdad”. Aunque el apoyo de su matriz y los incentivos fiscales seguirán jugando un papel determinante

Llegados a este punto, la pregunta es sólo una: ¿Qué podemos esperar de MONI para los próximos años, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?

- **Ingresos, EUR 5,1Mn en 2022e (+33,4% vs 2021) y posibilidad de alcanzar c. EUR 7Mn en 2024e (+22% TACC 2021-2024e).** Un crecimiento que debiera sustentarse esencialmente en: (i) la continuidad del crecimiento en servicios de animación (+15% TACC 21-24e; c. 45% s/mix de ingresos 2022e), con el empuje de la ampliación de capacidad ejecutada en 2021 (incluyendo servicios de animación 3D) y el incremento del número de servicios prestados a terceros (sólo 30% s/Ingresos 2021) y (ii) el despegue del negocio de distribución de contenidos, que esperamos que alcance c. 50% del mix de ingresos ya en 2022e (vs < 5% en 2021) aupados por el contrato firmado con la RAI (anunciado en abril 2022 y que, de ejecutarse en su totalidad, dotaría a MONI de una fuente de ingresos recurrentes durante los próximos años). Lo que permitiría reducir, de forma progresiva, el peso de los ingresos generados por contratos con su matriz a c. 50% en 2024e (vs c. 70% en 2021).
- **Aunque habrá que esperar hasta 2024e para superar el breakeven en EBITDA Recurrente.** Estimamos un EBITDA Recurrente 2022e negativo (EUR -0,6Mn) por dos razones: (i) la contracción del margen bruto estimada para 2022e como resultado del mayor peso del negocio de distribución en el mix de ingresos (Mg. Bruto 22e c. 60% vs c. 90% en 2021) y (ii) una estructura de costes que seguirá pesando mucho en EBITDA Recurrente (costes de explotación de c. EUR 3,5Mn; de los que c. 75% corresponden a gastos de personal). A nuestro juicio, la superación de breakeven en EBITDA Recurrente (antes de gastos capitalizados e incentivos fiscales) no parece factible hasta 2024e (EBITDA Recurrente 2024e de EUR 0,5Mn; Mg. EBITDA c. 7%).
- **Por lo que la continuidad de los incentivos fiscales continuará siendo decisiva para el futuro del negocio en el m/p y l/p.** A nuestro juicio, hoy el negocio de MONI sólo puede ser entendido incorporando los incentivos fiscales derivados de su actividad como productora con domicilio fiscal en Canarias. Desde un punto de vista de generación de FCF, estimamos que los incentivos fiscales generados en 2020 (EUR 0,5Mn) entrarán en la caja de la compañía en 2023e (lo que, desde un punto de vista de generación de cash flow, debiera compensar la generación de un EBITDA Recurrente aún en breakeven y contribuir a la financiación del crecimiento del negocio).
- **Con una capacidad de generación de caja que seguirá siendo reducida (DN 2024e: EUR 5,5Mn en vs EUR 4,2Mn en 2021).** El principal obstáculo para la generación de FCF Recurrente continuará siendo los estrechos márgenes generados por los negocios de MONI (EBITDA Recurrente en breakeven hasta 2024e); por lo que la inversión para la producción de nuevos contenidos necesitará de financiación (proyectamos una deuda neta creciente hasta EUR 5,5Mn en 2024e).

Un negocio con capacidad para seguir creciendo (Cto. Ingresos 2021-2024e: + 22% TACC)

Aunque la superación de breakeven en EBITDA Rec. no parece factible hasta 2024e

La continuidad de los incentivos fiscales continuará siendo clave

Y el apalancamiento continuará siendo elevado (DN 2024: EUR 5,5Mn vs EUR 4,2Mn en 2021)

En conclusión: la oportunidad de crecer “de verdad”. El resultado del “examen” de los números y estrategia de la compañía resulta obvio. El hecho de disponer de una fuente de ingresos recurrente y sostenible por parte de su matriz es una ventaja obvia. Aunque (también obviamente) el verdadero equity story de MONI, y el verdadero atractivo de una compañía como ésta, está en su capacidad de crecer más allá de los ingresos aportados por su matriz. Lo que claramente implica una oportunidad muy relevante de crecimiento, hoy solo “marginalmente” materializada. Y en la que aparece como principal restricción el nivel de deuda actual (aunque parcialmente mitigada por el continuo apoyo financiero mostrado por su matriz).

En definitiva, MONI puede ser vista como un negocio de Media convencional, todavía en fase de despegue, y ante la oportunidad (pero también el reto) de crecer “de verdad”: es decir, de sumar a su cuenta de resultados actual ingresos rentables obtenidos con nuevos clientes. La incógnita por resolver es la dimensión (y velocidad) en que esta oportunidad (crecer más allá de los ingresos aportados por su matriz) puede ser aprovechada. Ambas cosas (dimensión y velocidad) son hoy, a nuestro juicio, el pilar central del equity story de MONI. Y los siguientes dos años (2022e y 2023e) pueden ser vistos como claves para valorar su solidez y dimensión. Tanto el apoyo de su matriz como el marco fiscal reducen el riesgo. Pero no aportan crecimiento en sí mismos.

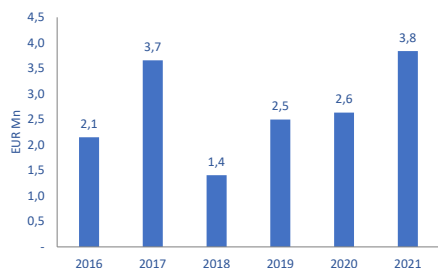
Lo que explica que el equity story de MONI se reduzca a materializar su teórica oportunidad de crecer fuera del Grupo. Oportunidad y reto a la vez. Los indicadores de los dos últimos años son, en todo caso, favorables; p.e: el inicio de la coproducción de la serie de Annie & Carola (cuya finalización se espera en 2024e), el contrato con la RAI firmado en abril 2022 o la alianza con Kenn Viselman para la distribución en EEUU y Canadá de la serie de animación MeteoHeroes (aunque queda pendiente su concreción en un crecimiento “real” y “material” de ingresos y márgenes).

La posibilidad de crecer (más allá del negocio aportado por su matriz) es el verdadero equity story

Descripción del negocio

Un operador de nicho dentro del sector Media (producción y distribución de contenidos audiovisuales de animación)

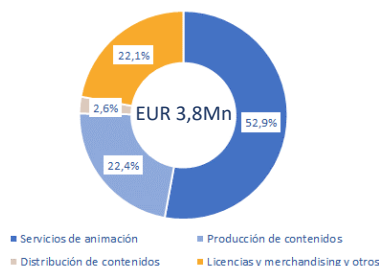
Gráfico 1. Ingresos totales (2016-2021)



Mondo TV Studios (MONI) es una pequeña compañía (Mkt. Cap de c. EUR 8,6Mn) centrada en la prestación de servicios de animación, coproducción y distribución de contenidos (TV y plataformas OTT a través de internet) con foco en audiencias infantiles y juveniles, aunque desde 2021 se encuentra trabajando en el desarrollo de su primera coproducción de una serie de ficción para un público más adulto (lo que amplía su audiencia de referencia). Forma parte del Grupo Mondo TV (quien controla c. 76% del capital), compañía italiana de referencia en el sector de la producción y distribución de series de animación (controlada por la familia Corradi, fundadora de la compañía, y cotizada en el segmento Euronext Star de la bolsa italiana; capitalización de c. EUR 40Mn). Desde diciembre de 2016, MONI cotiza en BME Growth.

Fundada en 2008 como filial del Grupo Mondo TV para la distribución en el mercado ibérico y latinoamericano del catálogo de animación de su matriz (en aquel momento su único accionista y cliente). En 2016, desarrolla un estudio de producción en Tenerife (Canarias) para la creación, desarrollo y producción de proyectos de ficción y animación juvenil (tanto para el Grupo Mondo TV como para terceros); un hecho que, a nuestro juicio, marca un punto de inflexión para la compañía (el estudio de Canarias hoy cuenta con un equipo de mas de 50 dibujantes).

Gráfico 2. Mix de ventas por línea de negocio (2021)



Con sede en Canarias, lo que permite a MONI acogerse a un excelente marco de incentivos fiscales (clave en su modelo de negocio)

Como productora con domicilio fiscal en Canarias, MONI se acoge a un excelente marco de incentivos fiscales (i) Zona ZEC, con un tipo impositivo reducido del 4% en el impuesto de Sociedades frente al tipo general del 25% en España, (ii) tax rebate para servicios de animación de hasta el 50% y (iii) tax credit de hasta el 50% para las coproducciones. Tanto el tax rebate como el tax credit consisten en una deducción fiscal del 50% sobre el primer millón de euros de gastos elegibles y del 45% del resto de gastos aptos en el territorio canario hasta el límite de c. EUR 20Mn en base. El importe de la deducción fiscal (50%-45% de los gastos elegibles) se deduce de la cuota íntegra del impuesto sobre sociedades a partir del período impositivo en el que finalice el servicio de producción (en caso de insuficiencia de cuota para su deducción, situación actual de MONI, se podrá solicitar el pago por hacienda del importe no deducido).

A nuestro juicio, este incentivo fiscal es una de las principales ventajas competitivas del estudio de producción de MONI frente a otros estudios de Europa. En 2020 y 2021 el tax rebate generado por MONI ascendió a EUR 0,5Mn y EUR 0,8Mn, respectivamente (activado en balance por un total de EUR 1,3Mn, de los que EUR 0,5Mn serán monetizados en 2023e).

Y un modelo de negocio presente en casi toda la cadena de valor del sector audiovisual (servicios de animación, coproducción de contenidos, distribución...)

En concreto, destacamos:

- **Servicios de animación (52,9% s/ingresos 2021).** Servicios de animación (2D y 3D CGI) prestados desde el estudio en Canarias, tanto al Grupo Mondo TV (principal cliente del negocio; c. 70% s/Ingresos 2021) como a terceros. Se trata de un negocio que ha mostrado un crecimiento continuado durante los últimos cinco años, hasta alcanzar un nivel de facturación de EUR 2,0Mn en 2021 (vs EUR 0,7Mn en 2020) y representar c. 58% del mix de ingresos (vs 28% en 2020).

A nuestro juicio, el negocio de servicios de animación juega un papel clave al aportar una mayor recurrencia de ingresos al P&L de MONI, lo que permite sufragar la “espera” de la llegada de los ingresos de los negocios de producción y distribución de contenidos (caracterizados por un reconocimiento de ingresos aún muy irregular).

Gráfico 3. Nº total de episodios en producción y servicios de animación (2017-2021)

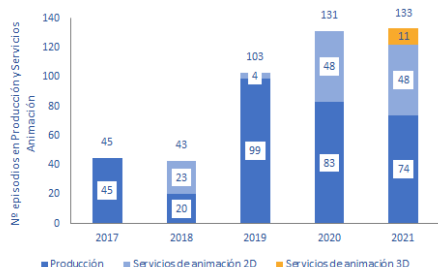
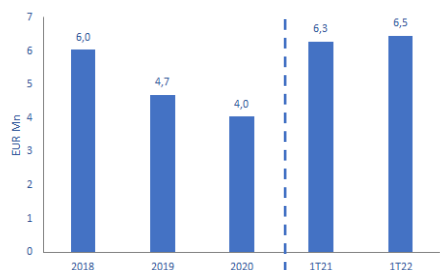


Gráfico 4. Valor de la propiedad intelectual (1T22)



- **Producción de contenidos (23,6% s/ingresos 2021).** Desde 2016 MONI incluye entre sus servicios la producción y coproducción de contenidos. Se trata de un negocio muy intensivo en capital (aunque resulta crítico “sembrar” el catálogo con nuevos títulos para impulsar los ingresos a través de su distribución). Los principales activos audiovisuales de MONI son: “Heidi, Bienvenida a Casa”, “Heidi, Bienvenida al Show”, “BAT PAT 2” y “Nina y Olga” (cerrada en 2021). El valor bruto de su propiedad intelectual ascendió a EUR 6,5Mn a cierre del 1T22 (Gráfico 4).

La nueva serie “Annie & Carola” (serie de 52 episodios de 11’ cada uno), es una coproducción entre MONI, MB Producciones, Mondo TV S.p.A y RTVE. Se trata de la producción más importante hasta ahora desde un punto de vista de inversión (MONI espera invertir en su producción un importe de EUR 6Mn; actualmente en fase de preproducción, con un período de producción estimado de entre 18-24 meses).

- **Distribución de contenidos (2,7% s/ingresos 2021).** El negocio de distribución incluye: (i) la distribución del catálogo propio, (ii) la distribución en exclusiva del catálogo de contenidos de Grupo Mondo TV (matriz de MONI; catálogo de 781 horas) en España, Portugal, Latam y zonas de EEUU de habla hispana y (iii) la distribución de contenidos de terceros (reteniendo una comisión en el proceso de venta). Una línea de negocio que esperamos que coja tracción a partir de 2022e (el contrato firmado con la RAI para la venta de una serie de ficción de 100 episodios, que entrará en el P&L del 2T22 producirá un cambio significativo en el mix de ingresos al incrementar el peso del negocio de distribución hasta c. 50% s/Ingresos totales).
- **Licencias, merchandising y otros (17,8% s/Ingresos 2021).** MONI enfoca la producción de sus contenidos en personajes que puedan ser explotados para licencias y merchandising. En 2021 se cerró en Italia el primer contrato de licensing y merchandising para la serie “Annie & Carola” (Ingresos 2021: EUR 0,6Mn). Adicionalmente, en 2021 MONI entra en el negocio de los videojuegos con el anuncio de un videojuego basado en una de las series animadas del Grupo Mondo TV (MeteoHeroes; desarrollado en coproducción con Sony Interactive Entertainment España y Gamera Nest; lanzamiento en febrero 2022).

Gráfico 5. Cadena de valor del sector audiovisual

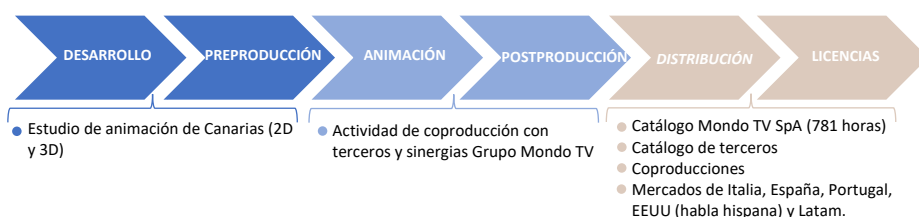
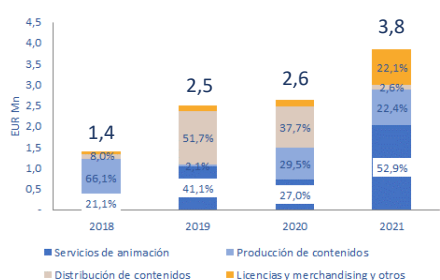


Gráfico 6. Mix de ventas por negocio (2016-2021)



2018-2021: un negocio (aun) en gestación, hiperdependiente de la relación con su matriz. Y en el que entender su fiscalidad resulta determinante

Puede considerarse a MONI un operador de nicho (producción y distribución de contenidos audiovisuales de animación) en un sector en el que el tamaño es crítico (con tendencia a la concentración). Durante los ejercicios 2018-2021 el negocio de MONI se caracteriza por:

- **Capacidad de crecimiento en ingresos, aunque con un mix muy volátil.** Algo lógico dada la naturaleza del negocio (Gráfico 6), caracterizada por un reconocimiento de ingresos aún muy irregular (hiperdependiente de la firma de contratos de distribución y producción de contenidos; con plazos de entrega de 12-24 meses).

Aunque esta volatilidad en ingresos debería reducirse a partir de 2022e por la ganancia de tracción de los negocios de: (i) servicios de animación 2D y 3D CGI (negocio de mayor recurrencia; c. 53% del mix de ingresos 2021) y (ii) el despegue del negocio de distribución de contenidos. En el 1T22 MONI anuncia la venta de una serie de ficción de 100 episodios (sobre un total de 485 episodios) a la RAI que entrará en el P&L durante el 2T22. La ejecución de la opción de compra de los 385 episodios restantes durante el 4T22 dotaría a MONI de unos ingresos recurrentes durante los próximos 4 años (lo que cambiaría de forma significativa su perfil de ingresos).

Gráfico 7. Porcentaje de ingresos totales generado con partes vinculadas (2021)

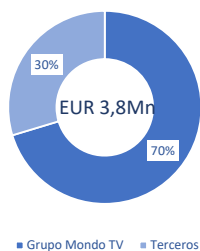
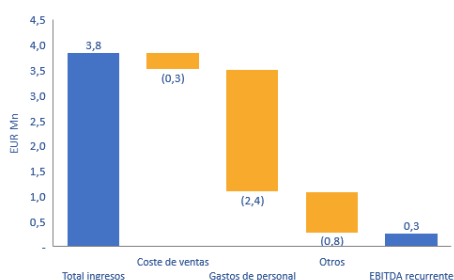


Gráfico 8. Desde Ingresos hasta EBITDA Recurrente (2021)



Nota: EBITDA Recurrente excluye: (i) gastos capitalizados (EUR 0,3Mn en 2021) y (ii) tax rebate (EUR 0,8Mn en 2021).

- **Con un elevado volumen de ingresos generado con su matriz (Grupo Mondo TV).** Hasta la fecha, MONI genera un volumen significativo de sus ingresos con empresas del Grupo Mondo TV (c. 70% s/Ingresos 2021; Gráfico 7).

Entre las principales sinergias generadas con su matriz, destacamos: (i) capacidad de distribución en exclusiva del catálogo del Grupo en España, Portugal, Latam y EEUU, (ii) prestación de servicios de preproducción 2D y animación 3D al Grupo (bajo un excelente marco de incentivos fiscales), (iii) acceso a servicios de postproducción del Grupo (Estudio en Roma), (iv) mayor capacidad comercial (la firma del contrato con la RAI en Italia o la alianza en EEUU con Kenn Videlman sirven como ejemplo) y (v) continuo apoyo financiero.

- **Y márgenes aún reducidos (EBITDA Recurrente en breakeven).** El elevado peso del negocio de servicios de animación en 2021 (muy intensivo en mano de obra) se traduce en unos márgenes reducidos en términos operativos (excluyendo el incentivo fiscal). En concreto, para la generación de unos ingresos totales de EUR 3,8Mn en 2021, MONI incrementó sus costes totales hasta EUR 3,6Mn (c. 70% correspondientes a gastos de personal). Lo que deja el EBITDA Recurrente 2021 en EUR 0,3Mn (Mg. EBITDA c. 7%; Gráfico 8).

- **Por lo que para entender los verdaderos fundamentales del negocio resulta imprescindible entender su fiscalidad (y su impacto en FCF).** España cuenta con un marco de incentivos fiscales muy competitivo y favorable para la producción audiovisual (lo que actúa como incentivo para el sector). A nuestro juicio, hoy el negocio de MONI sólo puede ser entendido incorporando los incentivos fiscales derivados de su actividad como productora con domicilio fiscal en Canarias (un factor clave para entender la capacidad de generación de caja de la compañía). La continuidad de los incentivos fiscales es clave para el futuro del negocio.

En concreto, durante el ejercicio 2021 MONI genera unos incentivos fiscales por importe de EUR 0,8Mn. Un concepto que en nuestro caso hemos considerado por encima de EBIT (pero fuera del EBITDA) al tener una naturaleza similar al de una subvención (Gráfico 9) y resultar “clave” desde un punto de vista de generación de caja del negocio (la monetización del tax rebate se realizará en el período impositivo en el que finalice el servicio producido; impacto en cash flow de c. EUR 0,5Mn en 2023e). Sin la incorporación del incentivo fiscal, el EBIT de los ejercicios 2020 y 2021 habría sido negativo.

Gráfico 9. Desde EBITDA hasta EBIT ajustado (2021)

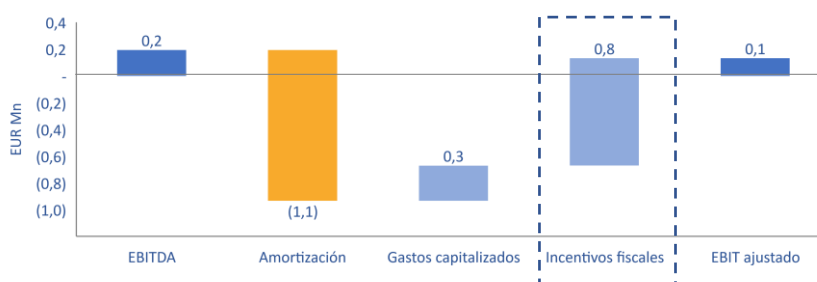
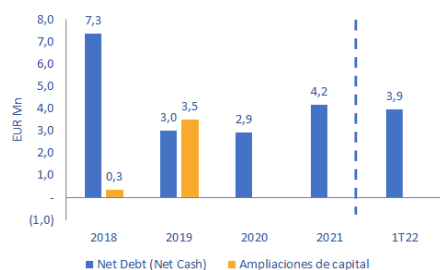


Gráfico 10. Deuda Neta (2016-2021)

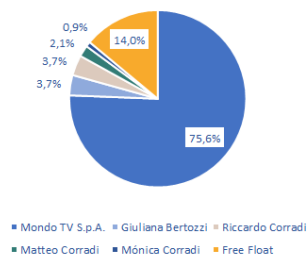


Nota: La Deuda Neta a cierre de cada año ya incluye el impacto de las ampliaciones de capital.

- **Con una Deuda Neta 2021 de EUR 4,2Mn (mitigada por el apoyo de su accionista de control).** MONI cierra 2021 con una Deuda Neta de EUR 4,2Mn (vs EUR 2,9Mn en 2020; incremento explicado por la inversión necesaria para financiar el aumento de capacidad de las actividades de servicios de animación realizado en 2021; Gráfico 10).

Un volumen de deuda neta muy elevado, pero que se encuentra mitigado por: (i) un elevado porcentaje de la Deuda Total corresponde a financiación obtenida del Grupo Mondo TV (c. 40% de la Deuda total, incluyendo un préstamo participativo por EUR 0,6Mn; lo que permite gestionar con flexibilidad potenciales tensiones de caja) y (ii) c. 25% de la financiación total está relacionada con el anticipo del tax rebate (necesario para financiar las producciones y no monetizable hasta la finalización de la producción; por lo que una vez recuperado el tax rebate se cancelará el anticipo).

Gráfico 11. Estructura accionarial



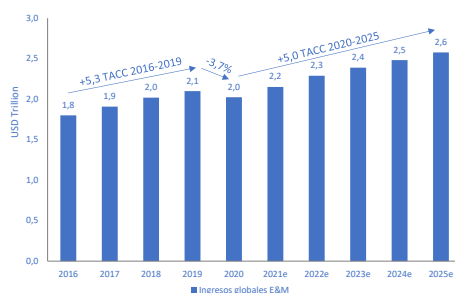
Un accionariado plenamente controlado por su accionista de referencia (Grupo Mondo TV)

MONI forma parte del Grupo Mondo TV (compañía cotizada en Italia y controlada por la familia Corradi; Market Cap. de cerca EUR 40Mn, free float c. 62%), quien mantiene una participación de control de la compañía (75,6% a fecha de este informe; Gráfico 11) y cuenta con representación en el Consejo de Administración (ocupando 2 de los 6 asientos: (i) Matteo Corradi, CEO del Grupo Mondo TV, quien mantiene el cargo de presidente del Consejo de MONI y (ii) Carlo Marchetti, CFO del Grupo Mondo TV).

Accionistas de control que no han variado en la práctica desde la fundación de la compañía en 2008 (salvo por su salida a BME Growth en 2016) y con aparente vocación de permanencia. Los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta. El free float de MONI se sitúa en el 14%.

Entretenimiento & Media: una industria en plena transformación (acceso a contenidos, modelos de distribución y monetización...)

Gráfico 12. Crecimiento en la facturación de la industria E&M a nivel global (2016-2025e)



Magnitud monetaria: trillón estadounidense.
Fuente: Entertainment & Media Outlook, PWC.

La industria del Entretenimiento y Media (E&M) y el consumo audiovisual viven uno de los momentos más disruptivos de su historia, marcado por las nuevas tendencias de comportamiento del consumidor (aceleradas por la transformación digital y el impacto del Covid-19). Lo que se traduce en una reducción del consumo lineal de televisión tradicional (televisión por cable/pago por contenido) a costa de las nuevas plataformas digitales que permiten a los usuarios ver el contenido en cualquier momento (OTT a través de Internet; Netflix, Amazon Prime, HBO Max y Disney +) por un precio fijo al mes.

Los cambios en las dinámicas del sector han hecho que los ingresos de taquilla también se estén trasladando a las plataformas de *streaming*. En consecuencia, el impacto ocasionado por la pandemia está siendo asimétrico en los distintos segmentos que componen el sector (especialmente negativo en medios como la prensa escrita y salas de cine, mientras que ha tenido un efecto positivo en plataformas digitales y retransmisiones en *streaming*).

La facturación global del sector de E&M se situó en 2020 en USD 2,0 Trillion (-3,7% vs 2020), lo que se traduce en un crecimiento del +3,0% TACC durante el período 2016-2020 (+5,3% TACC 2016-2019 excluyendo el impacto del Covid-19; Gráfico 12). De acuerdo con el informe publicado por PWC (Entertainment & Media Outlook, 2021), los ingresos totales del sector se situarían en USD 2,6 Trillion en 2025 (+5,0% TACC 2020-2025e).

Gráfico 13. Facturación de la industria del E&M España (2016-2025e)



Fuente: Entertainment & Media Outlook, PWC.

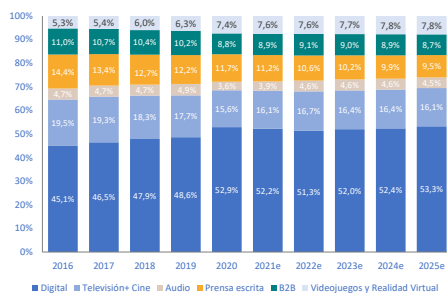
La disrupción tecnológica, la globalización y el cambio en los hábitos de consumo son variables que venían marcando el sector E&M durante los últimos años. En concreto, los cambios derivados de la disrupción tecnológica se han visto acelerados tras el impacto del Covid-19 en 2020. La principal consecuencia derivada del cambio en los hábitos de consumo ha sido la transformación de los modelos de negocio de las compañías del sector (acceso a contenidos, modelos de distribución, monetización...) adaptándolos al nuevo entorno (marcado por la transformación digital).

¿Y a nivel nacional? En España, la industria E&M registró unos ingresos de EUR 25.067Mn en 2020 (-8,1% vs 2019, retrocediendo 4,4 p.p. más que la industria global). Aunque se estima que la industria en España recupere la senda de crecimiento hasta alcanzar EUR 32.569Mn en 2025 (+5,4% TACC 2020-2025; Gráfico 13) con el apoyo del plan nacional de impulso al sector audiovisual lanzado por el Gobierno de España, basado en cuatro ejes: (i) Fomento y digitalización de la actividad audiovisual, (ii) Mejora de instrumentos financieros y fiscales, (iii) Desarrollo del capital humano y (iv) Reformas regulatorias.

Acceso a contenidos: el "partido" hoy se juega en internet

Los segmentos que están incluidos dentro de la industria de E&M (Televisión y Cine, Música, Prensa Escrita, Videojuegos, Plataformas Digitales) han mostrado evoluciones muy dispares en este nuevo contexto.

Gráfico 14. Ingresos del sector E&M por segmentos en España (2016-2025e)



Fuente: Entertainment & Media Outlook, PWC.

Las restricciones impuestas por el Covid-19 en 2020 aceleraron el acceso a contenido a través de internet. En concreto, el consumo de series y películas en plataformas digitales ha mostrado un crecimiento muy superior al del resto del mercado (Gráfico 15 y 16) sobre todo en forma de OTT, destacando el formato: (i) SVOD, con un crecimiento exponencial del +80% TACC durante el período 2016-2020 (*Subscription Video on Demand*; que permite el acceso a contenidos vía streaming en plataformas como Netflix, HBO Max o Disney +) y (ii) el TVOD, con un crecimiento del +9% TACC 2016-2020 (*Transaction Video on Demand*; en el que el usuario elige un contenido determinado sin necesidad de pagar por una suscripción completa, Gráfico 16).

Todo ello, fortalece el argumento del "giro" hacia lo digital que se está produciendo en la industria, acelerando una tendencia que ya era visible en 2016 (los medios digitales representaron c. 53% en 2020 vs c. 45% en 2016; Gráfico 14). Adicionalmente, el otro gran ganador del contexto actual sería el sector de los videojuegos y la realidad virtual, que habría incrementado su peso sobre el total de la industria hasta el 7,4% en 2020 (vs 5,3% en 2016; Gráfico 14).

Gráfico 15. Ingresos SVOD (2016-2025e)

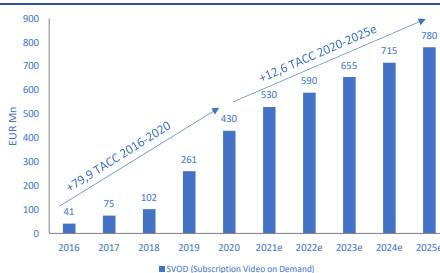
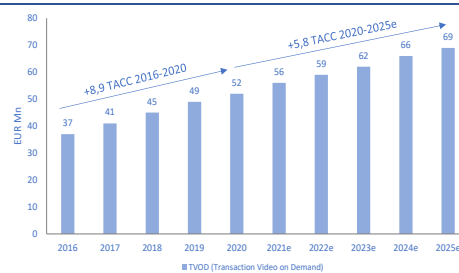
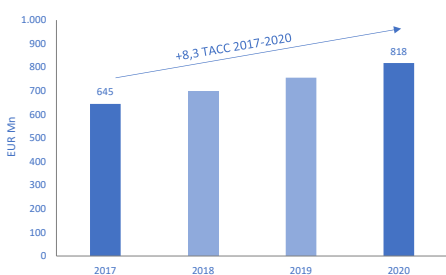


Gráfico 16. Ingresos TVOD (2016-2025e)



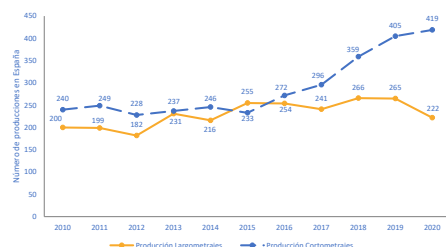
Fuente: Entertainment & Mediar Outlook, PWC.

Gráfico 17. Facturación de la industria de la animación en España (2017-2020)



Fuente: ICEX.

Gráfico 18. Producciones de contenido audiovisual en España (2010-2020)



Fuente: Instituto de la cinematografía y de las Artes Audiovisuales.

Tabla 1. Recaudación de largometrajes de animación producidos en España

Película	Presupuesto (USD)	Recaudación Global (USD)
Las aventuras de Tadeo Jones (2012)	8 Mn	60,8 Mn
Ozzy (2016)	2 Mn	14 Mn
Tadeo Jones 2: El secreto de Rey Midas (2017)	9 Mn	34,2 Mn
Deep (2017)	1,1 Mn	7,1 Mn

Fuente: boxofficejojo.com

Animación, un nicho en crecimiento dentro del sector E&M (+8,3% TACC 2017-2020)

La industria de la animación incluye las actividades de desarrollo, producción, realización, edición y la distribución de contenidos tanto para largometrajes como cortometrajes o series. La tecnología juega un papel fundamental en la producción, permitiendo reducir tiempo de trabajo y mejora en la calidad de las animaciones (Federación de Animación, 2018). Las coproducciones entre países son una práctica recurrente que permiten abrir la puerta a nuevos mercados internacionales y aprovechar los incentivos que ofrecen.

El ICEX estima que el volumen de ingresos del sector de la animación en España ascendió a cerca de EUR 818Mn en 2020 (Gráfico 17; +8,3% TACC 2017-2020). Una de las palancas que habrían impulsado su crecimiento durante los últimos años habrían sido los medios de difusión gratuitos (como YouTube Kids). Este tipo de plataformas han impulsado una necesidad en la industria de crear un nuevo modelo de negocio (AVOD; *Advertising Video on Demand*) que permitan generar ingresos suficientes para compensar los costes adicionales de producción, marketing y branding necesarios de cara adaptar los contenidos y aumentar la visibilidad. Según la Federación de Animación, estos canales también están cambiando comportamientos en los consumidores y están contribuyendo a la transición desde el formato tradicional de 90-120 minutos a formatos más cortos de 2-20 minutos (un formato en el que MONI cuenta con elevada experiencia).

En España, la industria de la animación cuenta con más de 250 empresas en el territorio nacional, aunque al menos el 65% de las mismas tiene ingresos <EUR 0,5Mn al año (por lo que se trata de un sector muy atomizado). España es el segundo país europeo con mayor producción de ficción por horas producidas, alcanzando 75 series en 2020. El número de producciones de cortometrajes en 2020 ha ascendido a 419 (vs 233 en 2015; Gráfico 18), reflejando la positiva evolución de la producción en España. Y, pese a haberse visto reducido el número de largometrajes producidos en España hasta 222 en 2020 (vs 265 en 2019), también cuenta con casos de éxito como la franquicia nacional de “Tadeo Jones”, que recaudó con el primer largometraje c.8x el presupuesto en 2012, frente a c.4x de recaudación con la última entrega.

La animación mantiene su espacio tanto en medios tradicionales, con largometrajes en cines y series en televisión (las principales cadenas internacionales son Disney, Nickelodeon y Cartoon Network; en España destacan TVE y Televisió de Catalunya), como en plataformas de *streaming* (Netflix, Disney +). Permitiendo aprovechar la coyuntura actual de la industria para una mayor difusión.

Plan España, Hub Audiovisual de Europa

El Gobierno pretende fomentar la producción audiovisual a través de iniciativas en España para las que plantea una inversión de EUR 1.603Mn entre 2021 y 2025. El “Plan España, Hub Audiovisual de Europa”, pretende favorecer la industria audiovisual, con la meta puesta en el incremento del 30% en la producción audiovisual en el país para 2025, mejorando la competitividad y aumentando la atracción de la producción, inversión y rodajes internacionales en España mediante incentivos fiscales.

Las líneas en las que se basa la estrategia para fomentar la producción audiovisual en España son: (i) fomento y digitalización de la actividad audiovisual, (ii) acciones de mejora en el acceso a financiación de los inversores y (iii) aplicación de incentivos fiscales.

Y con tendencia a la concentración (impulsada por la necesidad de crecer en contenido)

Durante los últimos años la concentración ha sido una tendencia clara en una industria centrada en mejorar márgenes e incrementar el contenido disponible, rediseñando el negocio ante la amenaza de una pérdida de cuota de mercado frente a las plataformas OTT (como Netflix).

El período 2021-2022 ha sido escenario de numerosos movimientos corporativos de gran tamaño. En concreto, destacamos la adquisición de Amazon del estudio cinematográfico MGM por USD 8,5Bn para ampliar el contenido disponible en su catálogo y la decisión de AT&T de fusionar Warner Bros con Discovery por USD 59Bn en 2021.

Tabla 2. Principales transacciones del sector E&M (2021 Y 2022)

Año	Target	País	Comprador	Precio (USD Mn)
2022	Metro-Goldwyn-Mayer	EEUU	Amazon	8.450
2021	Complex Media (Verizon)	EEUU	BuzzFeed	300
2021	Crunchyroll	EEUU	Sony Corp	1.175
2021	Entertainment One (Hashbro)	CANADA	Blackstone	385
2022	Warner Bros	EEUU	Discovery	59.025
2021	CBS	EEUU	Viacom	1.850

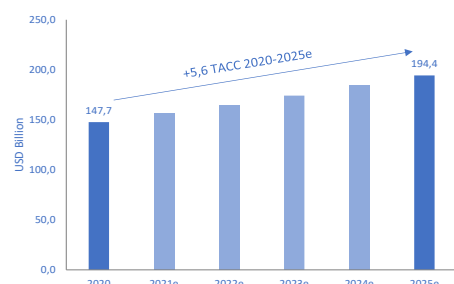
Fuente: Factset.

Videojuegos y e-sports: Un segmento con capacidad de crecimiento de un dígito medio en España (+6,3% TACC 2020-2025e)

Los videojuegos son otra de las opciones favoritas de entretenimiento elegidas por los consumidores. En España, el número de jugadores en 2021 supera ya los 18 millones (de los que c. 47% ya son mujeres según el Anuario 2021 de la Asociación de Española de Videojuegos). La pandemia ha sido un factor que ha beneficiado a esta industria aumentando el consumo. Los grandes players del sector como Microsoft y Sony han anunciado la presentación nuevas consolas de siguiente generación (Xbox y Playstation) que junto con el PC y el móvil son las principales plataformas utilizadas.

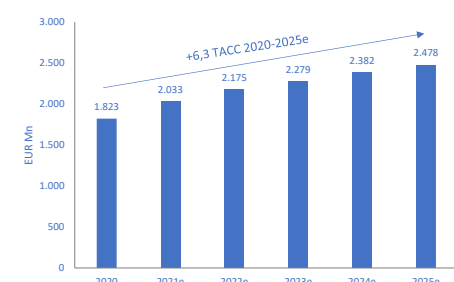
La facturación global de la industria de los videojuegos y los e-sports ascendió a USD 147Bn en 2020 (+12% vs 2019). El crecimiento desde 2019 se ha visto impulsado por la pandemia; un crecimiento que debiera continuar hasta alcanzar los USD 194Bn en 2025 (+5,6% TACC 2020-2025; Gráfico 19).

Gráfico 19. Facturación global de la industria de los videojuegos (2020-2025e)



Fuente: Entertainment & Media Outlook, PWC.

Gráfico 20. Facturación de la industria de los videojuegos en España (2020-2025e)



Fuente: Entertainment & Media Outlook, PWC.

En la actualidad, España se posiciona como el quinto mayor mercado de videojuegos y e-sports en Europa, con una facturación de EUR 1.823Mn en 2020 (+ 7,2% vs 2019). El formato online de compra de videojuegos ha sido una de las palancas de las que se ha beneficiado la industria durante los últimos años. La compra online ha supuesto >50% de las compras totales de videojuegos en España en 2021 y debiera ser uno de los principales drivers que empujen su crecimiento durante el período 2020-2025 hasta alcanzar un nivel de facturación de c. EUR 2.500Mn en 2025e (+6,3% TACC 2020-2025; Gráfico 20).

Por su parte, los e-sports (competiciones profesionales de videojuegos) han tenido un crecimiento exponencial en los últimos 4 años principalmente gracias al éxito que han tenido videojuegos como el League of Legends, Dota 2 o Fortnite entre otros. Todo ello, ha llevado a que los e-sports en España hayan registrado unas cifras de EUR 34Mn en 2021 (+26% vs 2020); aunque por detrás de la facturación de países como Alemania, Francia y Reino Unido.

Finalmente, los videojuegos, e-sports y realidad virtual podrían verse impulsados por el desarrollo del metaverso (una opción adicional desde un punto de vista de generación de negocio y crecimiento; aunque su desarrollo aún se encuentra en una fase muy incipiente).

En conclusión: Una industria muy heterogénea y en transformación, donde las plataformas digitales juegan un papel clave (Ingresos SVOD 20-25e: +12,6% TACC)

El sector está inmerso en un proceso de transformación digital que afecta a casi todos los segmentos que lo componen. Los cambios ocasionados por las restricciones de movimiento a causa de la pandemia mundial del Covid-19 han fomentado nuevos comportamientos en los consumidores para los que el acceso a internet ha sido clave.

En concreto, el auge de las OTT (VOD, SVOD y TVOD) multiplica la capacidad de acceder a contenidos en cualquier momento y lugar (liderando la internalización de series de TV y películas). Una dinámica global fácilmente trasladable a la realidad de MONI (operador local de pequeño tamaño), ya que la expansión internacional de las plataformas SVOD (como Netflix), está favoreciendo la búsqueda de contenidos originales de carácter local para atraer nuevos clientes; por ejemplo: la primera temporada de *“Heidi, bienvenida”* producida por MONI se lanzó en Netflix).

En definitiva, hoy el sector del Entretenimiento & Media (E&M) vendría caracterizado por:

- **Mayor dependencia de la tecnología...** El “partido” (acceso a contenidos, modelo de distribución, monetización...) hoy se juega en los medios digitales (que representaron c. 53% de la facturación total generada por la industria E&M en 2021; vs c. 45% en 2016).
- **... que hace factible “nichos” de mayor crecimiento.** Aunque con crecimientos de un dígito medio: +5,4% para el conjunto del sector durante el período 2020-2025e, encontramos nichos de elevado crecimiento como son las plataformas digitales (que seguirán impulsando el crecimiento): facturación SVOD 20-25e: +12,6% TACC (Subscription Video on Demand en plataformas como Netflix, HBO Max o Disney +). Y la industria de los videojuegos (otro segmento con potencial de crecimiento).
- **Búsqueda de contenidos originales de carácter local,** pero con potencial de ser trasladado a otros territorios (el caso de *“La Casa de Papel”* en España es un ejemplo).
- **Caldo de cultivo muy favorable para el M&A,** ante la necesidad de crecer en contenido y adaptar los nuevos modelos de negocio a la coyuntura actual (en una industria en el que las pequeñas productoras ganan cada vez más terreno frente a las grandes).

Con capacidad para seguir creciendo. Aunque los incentivos fiscales y el apoyo de su matriz seguirán siendo “claves”

MONI debe ser vista como un negocio en gestación y, todavía, muy dependiente de la relación con su matriz (Grupo Mondo TV), hasta ahora su principal cliente (c. 70% s/Ingresos 2021) y financiador. En 2021 MONI generó unos ingresos de EUR 3,8Mn (vs EUR 2,6Mn en 2020; +45%), marcando un récord de facturación para la compañía. Un fuerte crecimiento explicado por:

- **El despegue del negocio de servicios de animación (preproducción 2D y 3D CGI, Computer Generated Imagery)**, que alcanzó una facturación de EUR 2,0Mn (vs EUR 0,7Mn en 2020) resultado de la ampliación del estudio de producción en Canarias para permitir la prestación de servicios a cualquier proyecto de terceros. En 2021 c. 30% de los ingresos del negocio de servicios de animación fueron generados por contratos con terceros (frente a una actividad que anteriormente estaba destinada exclusivamente a su matriz).
- **El cierre del primer contrato de Licensing & Merchandising.** En 2021 MONI cierra el primer contrato de cesión de derechos de L&M por importe de EUR 0,6Mn para la coproducción de la nueva serie Annie & Carola (cuya producción finalizará en 2024e).

Es necesario tener en cuenta que dado el tamaño y naturaleza del negocio de MONI (con una contratación discontinua, hiperdependiente del cierre de nuevos contratos de distribución/producción), la cuenta de resultados presenta una elevada volatilidad, lo que dificulta la lectura de los resultados trimestrales (y reduce la visibilidad del negocio si miramos más allá de 2022e). Llegados a este punto, la pregunta es sólo una: ¿Qué podemos esperar de MONI para los próximos años desde un punto de vista de generación de negocio y rentabilidad?

Gráfico 21. Contribución al mix de ingresos por división (2021-2024e)

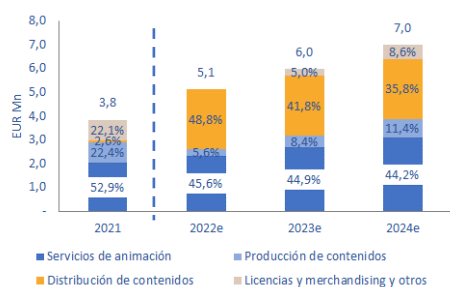
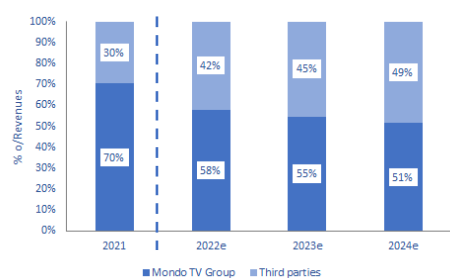


Gráfico 22. Contribución de ingresos generados por partes vinculadas (2021-2024e)



El “despegue” del negocio de distribución impulsará los ingresos (+22% TACC 21-24e), reduciendo progresivamente el (aún elevado) peso de las ventas a su matriz

Nuestro escenario central para el período 2022e-2024e contempla una aceleración del crecimiento en ingresos (especialmente en 2022e), hasta alcanzar un nivel de EUR 7,0Mn a final del período (+22% TACC 2021-2024e). Un salto de escala significativo si tenemos en cuenta que MONI cerró 2021 con unos ingresos de EUR 3,8Mn. Este crecimiento se sustenta en:

- **Continuidad del crecimiento en Servicios de Animación (+15% TACC 21-24e).** A nuestro juicio, los principales drivers que empujarán el negocio de Servicios de Animación durante el período 2022e-2024e serán: (i) mayor capacidad de servicios de animación digitales (incluyendo 3D CGI desde 2021) y (ii) el crecimiento del número de servicios prestados a terceros (c. 30% s/Ingresos 2021) atraídos por el marco de incentivos fiscales.
- **Despegue del negocio de distribución de contenidos (c. 50% s/Ingresos 2022e vs < 5% en 2021)** empujado, entre otros, por el contrato firmado con la RAI (TV pública de Italia) para la venta de una serie de ficción de 100 episodios (sobre un total de 485 episodios) que entrará en el P&L durante el 2T22 y nos lleva a estimar unos ingresos de c. EUR 2,5Mn para el negocio de distribución de contenidos (que alcanzará c. 50% sobre el mix de ingresos vs < 5% en 2021).

Adicionalmente, el contrato firmado con la RAI incluye una opción de compra de los 385 episodios restantes. Nuestra hipótesis es la ejecución de la opción de compra por parte de la RAI durante el 4T22 que dotaría a MONI de unos ingresos recurrentes durante los próximos años, lo que nos lleva a estimar unos ingresos de c. EUR 2,5Mn/año para 2023e y 2024e (manteniendo un ingreso por episodio en línea con nuestra estimación para 2022e). Obviamente, dada la magnitud del contrato con la RAI (estimada por Lighthouse), el impacto de la no ejecución de la opción de compra por parte de la RAI sería muy negativo al llevar los ingresos de nuevo a niveles de c. EUR 4Mn (-30% vs escenario central 2023e).

Lo anterior (continuidad del crecimiento en Servicios de Animación y “despegue” del negocio de distribución) debiera permitir a MONI cerrar 2022e con unos ingresos de c. EUR 5Mn (+33% vs 2021) reduciendo, de forma progresiva, el peso de los ingresos generados por contratos con su Grupo a c. 60% en 2022e (y c. 50% en 2024e vs c. 70% en 2021).

Adicionalmente, en 2021 MONI entra en el segmento de los videojuegos, lanzando su primer videojuego en febrero de 2022 (basado en la serie de animación del Grupo Mondo TV MeteoHeroes; ya en la plataforma digital de PlayStation y con expectativa de su lanzamiento físico en España e Italia en Navidad 2022) coproducido junto a Sony Interactive Entertainment España y Gammera Nest, lo que podría actuar como una palanca de crecimiento adicional (aunque no incorporada en nuestras estimaciones dado el elevado grado de incertidumbre sobre su evolución).

Aunque habrá que esperar hasta 2023e para alcanzar el break even en EBITDA Recurrente

Pese al despegue en ingresos estimado para el ejercicio 2022e (EUR 5,1Mn vs EUR 3,6Mn) estimamos un EBITDA Recurrente negativo en 2022e como resultado del cambio en el mix de ingresos provocado por el despegue del negocio de distribución, que arrastrará el margen bruto hasta niveles de c. 60% (vs c. 90% en 2021; Mg. Bruto negocio distribución c. 30%). Lo que se traducirá en un margen bruto de EUR 3Mn (vs EUR 3,5Mn en 2021; ejercicio en el que el negocio de distribución de contenidos sólo representó < 5% s/ ingresos vs c. 50% en 2022e).

Por debajo de la línea de margen bruto, en 2022e estimamos un crecimiento de los gastos de personal hasta EUR 2,6Mn (+9% vs 2021) y otros costes de explotación de EUR 0,8Mn (+10% vs 2021). Lo que nos lleva a estimar un EBITDA Recurrente negativo de EUR -0,6Mn (Gráfico 23).

¿Y en 2024e? A nuestro juicio, el negocio de MONI presenta un elevado apalancamiento operativo (cto. de costes explotación 22e c. 10% vs cto. ingresos 22e de c. 30%) lo que debiera permitir a MONI alcanzar un EBITDA Rec. de c. EUR 0,5Mn en 2024e (Mg. EBITDA Rec. 7%; Gráfico 25) con niveles de ingresos de c. EUR 7Mn.

Gráfico 23. Desde Ingresos hasta EBITDA (2022e)

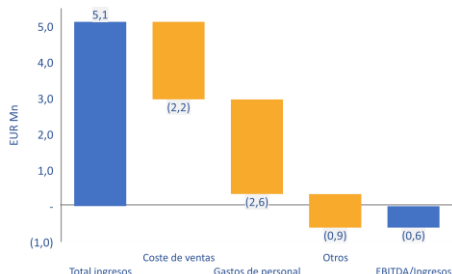


Gráfico 24. Margen Bruto (2021-2024e)

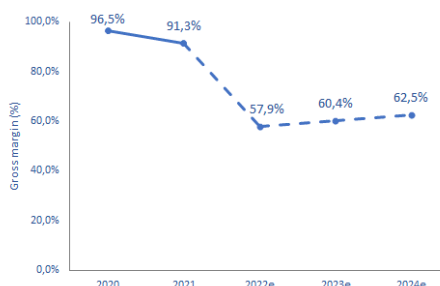
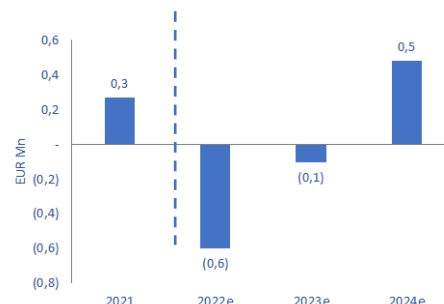


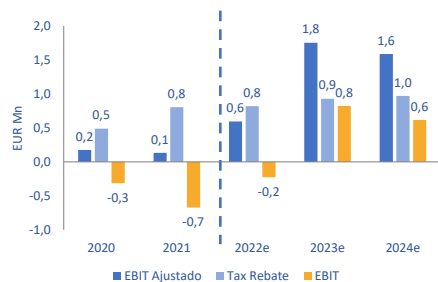
Gráfico 25. EBITDA Recurrente (2021-2024e)



Por lo que la continuidad de los incentivos fiscales continuará siendo decisiva para el futuro del negocio en el m/p y l/p.

Fuera del EBITDA Recurrente pero con impacto en EBIT, hay dos conceptos clave:

Gráfico 26. EBIT ajustado (2021-2024e)



Nota: El EBIT ajustado incluye los incentivos fiscales generados por la actividad audiovisual de MONI (tax rebate) por su capacidad de ser monetizados incluso con BAI negativo (situación actual de la compañía). Estos incentivos fiscales no se reflejan en el EBITDA.

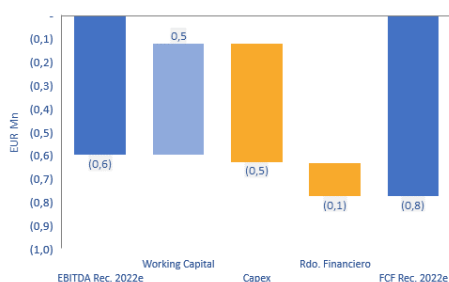
- Gastos capitalizados, que estimamos que se incrementen hasta c. EUR 0,8Mn en 2022e y EUR 1,5Mn en 2023e (c. 25% s/costes totales) esencialmente como resultado del incremento de los gastos de personal capitalizados necesarios para el avance de la producción de la nueva serie Annie & Carola (y que se activarán como mayor valor de la producción).
- Incentivos fiscales (EUR 0,8Mn en 2022e), generados por su actividad audiovisual con sede en las Islas Canarias (deducción fiscal del 50% sobre el primer millón de euros de gastos elegibles del coste de producción y del 45% del resto de gastos incurridos en Canarias). En caso de insuficiencia de cuota para su deducción, situación actual de MONI, se podrá solicitar el pago por hacienda del importe no deducido. Lo que concede a este tipo de incentivos una naturaleza económico-financiera asimilable, de facto, a una subvención.

La capitalización de gastos de producción (EUR 0,8Mn en 2022e) y los incentivos fiscales (EUR 0,8Mn en 2022e) permitirán compensar una amortización de EUR 0,4Mn (vida útil de 5 años para las producciones de MONI y de 20 años para el catálogo de su matriz) y generar un EBIT ajustado 2022e de EUR 0,6Mn. Lo que pone de manifiesto la importancia de la continuidad de los incentivos fiscales para el negocio de MONI en el medio y largo plazo

Con una capacidad de generación de caja que seguirá siendo reducida

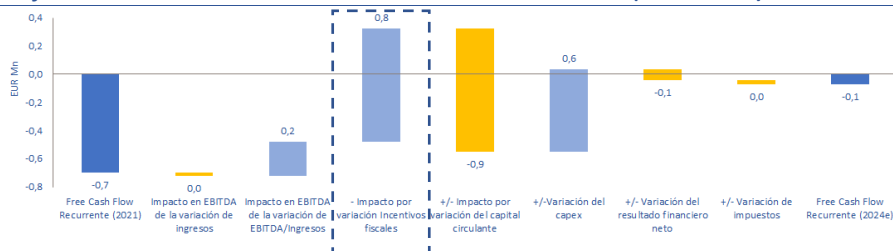
Pese a que estimamos que el despegue del negocio de contenidos permitirá generar abundante cash flow para el negocio (impacto de c. EUR 0,5Mn por variación de circulante), proyectamos un FCF Recurrente 2022e negativo de EUR -0,8Mn explicado esencialmente por: (i) la generación de un EBITDA Recurrente negativo (EUR -0,6Mn) y (ii) un CAPEX de EUR 0,5Mn (asociado al inicio de la producción de Annie & Carola).

Gráfico 27. Desde EBITDA Recurrente hasta FCF Recurrente (2022e)



Aunque estimamos una reducción del consumo de caja del negocio (FCF Rec. 24e en breakeven), descartamos la generación de FCF Rec. positivo dado el carácter de negocio “en gestación” o “despegue” de MONI. A nuestro juicio, el principal obstáculo para la generación de Free Cash Flow durante el período 2022e-2024e continuarán siendo los estrechos márgenes generados por los negocios de servicios de animación de MONI (que dependen de la continuidad de los incentivos fiscales generados). Lo que pone de manifiesto, aún más si cabe, la importancia de los incentivos fiscales para el negocio (no sólo desde un punto de vista de P&L, sino también de FCF y Deuda Neta; Gráfico 28). Durante 2023e y 2024e estimamos una entrada de caja de EUR 0,5Mn y EUR 0,8Mn correspondiente a los incentivos fiscales generados durante 2020 y 2021 (lo que contribuirá a la financiación del crecimiento de su negocio).

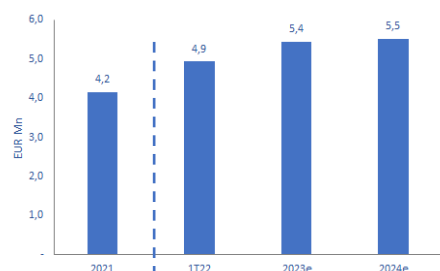
Gráfico 28. Variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021-2024e)



Lo que se traducirá en un incremento de la Deuda Neta hasta c. EUR 5,5Mn en 2024e. Y explica que el apoyo financiero de su matriz siga siendo esencial

Durante los últimos años, el Grupo Mondo TV ha prestado a MONI el apoyo financiero necesario para mantener la continuidad de su negocio. Lo que implica que, en la actualidad, un importe relevante de la deuda bruta de MONI corresponda a pasivo con el Grupo Mondo TV (c. 40% sobre la Deuda Total, incluyendo un prestamos participativo de c. EUR 0,6Mn).

Gráfico 29. Deuda Neta (2021-2024e)



La salida de caja estimada para el ejercicio 2022e (EUR -0,8Mn) implicará un incremento de la DN hasta niveles de c. EUR 5Mn en 2022e (vs EUR 4,2Mn en 2021; Gráfico 29). Y que, dada la reducida capacidad de generación de caja del negocio durante el período 2022e-2024e, podría alcanzar niveles de c. EUR 5,5Mn en 2024e (c. 60% s/Mkt Cap. actual).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,6)	(0,3)	0,1	n.a.			
Market Cap	8,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,0%	3,4%	
Risk free rate (rf)	2,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,7%	Ke = Rf + (R * B)			10,3%	13,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,6%	D			=	=	
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,9%	9,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(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.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Toei Animation	4816-JP	4.257,6	40,0	8,3%	24,6	5,2%	8,0	5,3%	32,4%	2,4%	12,4%
Lions Gate	LGF.A-US	2.249,1	15,0	-16,2%	13,8	23,3%	1,6	10,3%	11,3%	5,6%	63,0%
Wildbrain	WILD-CA	265,3	80,1	n.a.	13,1	16,0%	2,4	12,0%	18,4%	7,3%	n.a.
Xilam Animation	XIL-FR	183,0	25,1	24,1%	9,6	6,7%	4,8	18,4%	50,3%	n.a.	96,6%
Mondo TV S.p.A.	MTV-IT	40,2	n.a.	n.a.	1,7	8,0%	1,4	5,4%	83,9%	n.a.	n.a.
Your Family Entertainmen	RTV-DE	39,0	68,5	50,0%	22,8	23,9%	10,9	15,6%	47,9%	1,6%	48,5%
Producción audiovisual y animación			45,7	16,6%	14,3	13,8%	4,8	11,2%	40,7%	4,2%	55,1%
MONI	MONI-ES	8,6	19,1	76,3%	n.a.	67,6%	2,3	16,8%	n.a.	n.a.	69,1%

¿Qué puede salir mal?

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

- 1. Elevado volumen de saldos y transacciones con partes vinculadas.** Hasta la fecha, MONI genera un volumen muy significativo de sus ingresos con empresas del Grupo Mondo TV (c. 70% s/Ingresos 2021). Adicionalmente, a cierre de 2021 MONI mantenía cuentas a cobrar con su Grupo por un importe total de EUR 1,7Mn. Pese a que nuestras estimaciones esperan una reducción progresiva de los ingresos generados con el Grupo, estimamos que aún representen c. 50% en 2024e. Lo que implica que, como en el caso de cualquier compañía con un volumen muy elevado de saldos y transacciones con partes vinculadas, la evolución de MONI (ingresos, FCF, Deuda Neta) presente una elevada dependencia de la evolución de su Grupo.

La pérdida de cuota de mercado del Grupo Mondo TV derivada de cambios en las tendencias del mercado y gusto de los consumidores, impactaría muy negativamente sobre nuestras estimaciones de ingresos (y solvencia de la compañía). A fecha de este informe, el consenso de Factset estima un crecimiento de ingresos para el Grupo Mondo TV de c. 20% en 2022e (lo que actúa como factor mitigante de este riesgo).

- 2. Dependencia del éxito de los contenidos producidos:** Los ingresos por producción y distribución de contenidos (c. 50% s/Ingresos 2023e) dependen en gran medida del volumen de nuevos estrenos y otras variables “impredecibles” (como los cambios de gustos de los consumidores). En la actualidad, MONI se encuentra trabajando en la coproducción de la nueva serie “Annie & Carola (junto a MB Producciones, Mondo TV S.p.A y RTVE) en la que se espera invertir un total de c. EUR 6Mn y un período de producción de entre 18-24 meses (actualmente en fase de preproducción). Cualquier variación tanto en el volumen de nuevos títulos, como en el éxito esperado de los mismos, impactaría sobre nuestras estimaciones de ingresos.
- 3. Contratos de distribución de contenidos.** El negocio de distribución de contenidos de MONI ha presentado un reconocimiento de ingresos muy irregular durante el período 2016-2021 (por ejemplo: en 2021 el negocio de distribución de contenidos generó unos ingresos de EUR 0,1Mn frente a EUR 1,0Mn en 2020). Nuestras estimaciones consideran unos ingresos de distribución de contenidos de c. EUR 2,5Mn/año durante el período 2022e-2024e; un volumen de ingresos que se apoya, entre otros, sobre el contrato firmado con la RAI (TV pública de Italia) para la venta de una serie de ficción de 100 episodios (sobre un total de 485 episodios) que entrarán en el P&L durante el 2T22 (y estimamos que produzca un impacto de c. EUR 2,5Mn sobre los ingresos 2022e).

Adicionalmente, nuestra hipótesis es la ejecución de la opción de compra por parte de la RAI de los 385 episodios restantes durante el 4T22, lo que dotaría a MONI de unos ingresos recurrentes durante los próximos años (y nos lleva a estimar, entre otros acuerdos de distribución, c. EUR 2,5Mn/año para 2023e y 2024e). Obviamente, dada la magnitud del contrato con la RAI, el impacto de la no ejecución de la opción de compra por parte de la RAI sería muy negativo al llevar los ingresos 2023e de nuevo a niveles de cerca EUR 4Mn (-30% vs escenario central 2023e).

- 4. Exposición a emergentes (Latam).** Durante el ejercicio 2021, los ingresos generados en Latam ascendieron al 6,3% sobre el total de ingresos. A nuestro juicio, el crecimiento en Latam, donde MONI mantiene la exclusividad para distribuir tanto su propio catálogo como el del Grupo Mondo TV, es uno de los pilares que explican el crecimiento esperado de la compañía durante el período 2022e-2024e (especialmente en el negocio de servicios de animación y distribución de contenidos). Lo que en sí mismo implica dependencia de la “macro” y crecimiento de la región.
- 5. Dependencia de incentivos fiscales (claves para el negocio):** Hoy el negocio de MONI sólo puede ser entendido incorporando los incentivos fiscales derivados de su actividad como productora con domicilio fiscal en Canarias (un factor clave para entender la capacidad de generación de caja de la compañía). Por lo que la continuidad de estos incentivos (tax credit y tax rebate) es clave para el futuro del negocio.

En 2020 y 2021 el tax rebate generado por MONI ascendió a EUR 0,5Mn y EUR 0,8Mn, respectivamente (activado en balance por un total de EUR 1,3Mn, de los que EUR 0,5Mn debieran ser monetizados en 2023e). Cualquier cambio en la regulación de estos incentivos fiscales produciría un impacto muy relevante en la capacidad de generación de caja (y liquidez) de MONI.

6. **Incremento de las necesidades de CAPEX:** El negocio de producción de contenidos audiovisuales es un negocio cuyo crecimiento es muy dependiente del nivel de inversión y, por tanto, muy intensivo en capital. Además de nuestra estimación de gastos de personal activados como mayor valor de la producción de Annie & Carola (EUR 0,8Mn en 2022e y EUR 1,5Mn en 2023e), estimamos un CAPEX de c. EUR 0,5Mn en 2022e y 2023e. Un incremento del CAPEX 2023e hasta EUR 1Mn (vs EUR 0,5Mn estimado) produciría un incremento de la Deuda Neta 2023e hasta niveles de c. EUR 6Mn (vs EUR 5,4Mn estimado).
7. **Riesgo de dilución.** MONI mantiene durante los últimos años un EBITDA Recurrente en breakeven (excluyendo gastos capitalizados e incentivos fiscales). En este contexto, acelerar el crecimiento del negocio podría elevar las necesidades de capital (Deuda Neta 22e: EUR 4,9Mn; Deuda Neta/Fondos Propios 2022e: c. 3x). Dado el tamaño/sector/momento de negocio (en fase de gestación) de MONI, el acceso a nuevo capital para crecer podría pasar por incrementos adicionales del equity (que implicarían dilución para los actuales accionistas). En la actualidad, MONI mantiene un préstamo participativo con su matriz por importe de EUR 0,6Mn.

Gobierno corporativo

Grupo Mondo TV: accionista de control y principal cliente

Tabla 3. Estructura accionarial

Nombre	Directo	Indirecto	Total
Mondo TV S.p.A.	75,6%	-	-
Matteo Corradi	2,1%	4,1%	6,2%
Giuliana Bertozzi	3,7%	13,1%	16,8%
Riccardo Corradi	3,7%	3,6%	7,3%
Mónica Corradi	0,9%	3,4%	4,3%
Free Float	14,0%	-	-
Total	100%		

MONI forma parte del Grupo Mondo TV (compañía cotizada en el segmento Euronext Star de la bolsa italiana y controlada por la familia Corradi; Mkt. Cap. c. EUR 40Mn), que mantiene una participación de control de la compañía. Lo que implica que, como en el caso de cualquier compañía cotizada y con control total por parte de su matriz, el gobierno corporativo se ve lógicamente afectado por los intereses de su accionista de control (precios de transferencia, operaciones con partes vinculadas, etc). Destacamos:

Grupo Mondo TV, accionista de control (75,6% del capital) y con una aparente vocación de permanencia. A día de hoy, la posibilidad de cambios en el accionariado no sería un factor a tener en cuenta.

Con un Consejo de Administración que se ha mantenido relativamente estable desde su salida a bolsa en 2016. Compuesto por seis miembros desde 2021 (ejercicio en que se incluye a Enrico Martinis; Consejero no ejecutivo), el Consejo de Administración se encuentra formado por: (i) dos consejeros dominicales (33,3% s/total) en representación del Grupo Mondo TV (Matteo Corradi, Presidente del Consejo y Presidente del Grupo Mondo TV y Carlo Marchetti, CFO del Grupo Mondo TV), (ii) 1 ejecutivo, María Bonaria (CEO de MONI), y (iii) 2 independientes (que representan el 33,3% del total en 2021 vs 40% en 2020).

Tabla 4. Consejo de Administración

Nombre	Cargo	Categoría	%Capital
Matteo Corradi	Presidente	Dominical	6,2%
María Bonaria Fois	Vocal y Secretaria	Ejecutivo	0%
Patricia Motilla Bonias	Vicesecretaria	Independiente	0%
Jesús Ángel García-Quilez	Consejero	Independiente	0%
Carlo Marchetti	Consejero	Dominical	0%
Enrico Martinis	Consejero	No Ejecutivo	0%
Total			6,2%

Nota: Incluyendo participación directa e indirecta.

Tabla 5. Principales indicadores del Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021
% de consejeros independientes	40,0%	40,0%	33,3%
% de consejeros dominicales	40,0%	40,0%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	20,0%	16,6%
% de mujeres en el consejo de administración	40,0%	40,0%	33,3%
% Remuneración del Consejo (sin Alta Dirección)/gastos de personal*	16,3%	9,5%	6,4%
% Remuneración del Consejo incluyendo Alta Dirección/gastos de personal*	38,5%	34,0%	18,4%

*Cifras de 2019 y 2020 extraídas de las CCAA anuales consolidadas previas a la fusión inversa entre Mondo TV Iberoamérica y su filial Mondo TV Producciones Canarias llevada a cabo en 2021 (por la que se simplifica la estructura de la compañía).

Remuneración del Consejo de Administración y del equipo directivo. En 2021 la remuneración del Consejo de Administración (compuesto por 6 miembros frente a los 5 miembros de 2020) se ha mantenido estable en niveles de EUR 0,15Mn (c. 6,4% s/gastos de personal en 2021 vs 9,5% s/gastos de personal 2020). No existen compromisos por complementos a pensiones, aaves o garantías concedidas a favor del órgano de Administración.

La retribución de la Alta Dirección (1 empleado sobre una plantilla media en 2021 de 55) ascendió a EUR 0,3Mn en 2021, representando c.12% s/gastos de personal. En octubre de 2019, María Bonaria (CEO) actualizó su retribución variable, referenciándola al margen neto de las ventas y a la financiación dineraria aportada a las producciones por terceros. Adicionalmente, en 2020 se establece que la CEO ejercería también la función de Productora Ejecutiva en las producciones audiovisuales (recibiendo un % variable del presupuesto, dentro de una horquilla que varía en función de su grado de complejidad; el importe devengado en 2020 por este concepto ascendió a EUR 0,2Mn).

Consejeros independientes y Comisión de Auditoría. Los consejeros independientes ocupan 2 asientos en el Consejo de Administración (Patricia Motilla con perfil legal – Presidenta de la Comisión de Auditoría – y Jesús Ángel García-uilez, con 20 años de experiencia en el sector financiero). El 66,7% de los miembros de la Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento son independientes. Actualmente, sin Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

Políticas ESG. En septiembre de 2021 crea un departamento de ESG que trabaja en el desarrollo de su EINF (Estado de Información No Financiera; la compañía no estaría legalmente obligada a presentar EINF). Las principales iniciativas llevadas a cabo en materia ESG son: (i) auditoría para el cálculo de emisiones a través de Tree-Nation (ONG dedicada contrarrestar el fenómeno

de la deforestación en el mundo y habilitada para el cálculo de emisiones de CO₂ asociadas a la actividad empresarial), (ii) introducción de un programa de teletrabajo flexible para sus empleados y (iii) en términos de gobernanza, el Consejo aprobó en 2021 una nueva política de remuneraciones en la que se establece una cantidad variable en base al cumplimiento de objetivos en materia de ESG.

Sin política explícita de diversidad. Pese a no tener una política explícita de diversidad, la compañía no presenta problemas de género en su gobernanza (33% de mujeres en el Consejo frente al 30% de media nacional) ni en su plantilla (el 48,8% de la plantilla media 2021 estuvo formada por mujeres, incluyendo la CEO de la compañía).

Con un volumen significativo de saldos y transacciones con partes vinculadas (esencialmente con su accionista de control), correspondientes principalmente al apoyo financiero recibido de su matriz, así como a los servicios audiovisuales y de producción prestados al Grupo Mondo TV (a través del estudio de producción de MONI en las Islas Canarias). En concreto, destacamos:

- **Transacciones con partes vinculadas:** En 2021, MONI genera con el Grupo Mondo TV unos ingresos totales de EUR 2,7Mn (lo que implica c. 74% de los ingresos reportados en 2021; Tabla 6), explicados esencialmente por: (i) la firma de dos contratos de servicios de animación para la producción de “Agent203” y “MeteoHeroes 2” con su matriz Mondo TV S.p.A., (ii) la venta a Mondo TV S.p.A. para los territorios de Asia e Italia de los derechos de la película “Inolvidable Heidi” y el L&M de la serie “Annie & Carola” y (iii) la prestación de servicios audiovisuales de “Disco Dragon” y la firma de un contrato para la producción de la serie de animación 3D “Grisú” con Mondo TV France S.A.

Tabla 6. Detalle de ingresos con partes vinculadas

	2021	2020
Ingresos con partes vinculadas (EUR Mn)	2,7	1,4
Mondo TV S.p.A.	2,1	0,6
Mondo TV France	0,6	0,3
Bat Pat Serie A.I.E.	0,0	0,4
% Ingresos con partes vinculadas/Ingresos totales	74,2%	54,6%

El elevado volumen de ingresos con partes vinculadas debería reducirse a partir de 2022e tras la firma del contrato de distribución firmado con la RAI anunciado en 2022 (televisión pública italiana) que estimamos tendrá un impacto muy significativo en ingresos; lo que debiera reducir el peso de los ingresos con partes vinculadas 2022e a c. 60% (vs c. 70% en 2021).

- **Saldos mantenidos con partes vinculadas.** Pasivos correspondientes esencialmente al apoyo financiero otorgado por la matriz Mondo TV S.p.A. Adicionalmente, el importe total de saldos a cobrar asciende a EUR 1,7Mn en 2021 (vs EUR 2,2Mn en 2020; Tabla 7).

Tabla 7. Principales saldos con partes vinculadas

EUR Mn	2021	2020	EUR Mn	2021	2020
Activo No Corriente	0,5	-	Pasivo No Corriente	0,9	0,4
Inversiones en empresas del grupo	0,5	-	Deudas a largo plazo	0,9	0,4
Mondo TV France	0,5	-	Mondo TV S.p.A.	0,9	-
Activo Corriente	1,7	2,2	Mondo TV France	0,5	-
Deudores y otras cuentas a cobrar	1,7	2,2	Mondo TV Iberoamérica (fusionada en 2021)	-	0,4
Mondo TV S.p.A.	1,5	1,0	Pasivo Corriente	0,7	0,6
Mondo TV France	0,2	0,4	Deudas a corto plazo	0,5	0,2
BAT PAT SERIE	-	0,8	Mondo TV S.p.A.	0,5	-
Inversiones en empresas de grupo y asociadas a corto plazo	0,0	0,0	Mondo TV France	-	-
BAT PAT SERIE	-	0,0	Mondo TV Iberoamérica (fusionada en 2021)	-	0,2
Annie & Carola A.I.E.	0,0	0,0	Acreeedores comerciales a corto plazo	0,2	0,4
			Mondo TV France	0,2	0,2
			Mondo TV Iberoamérica (fusionada en 2021)	-	0,2

Anexo 1. Proyecciones financieras

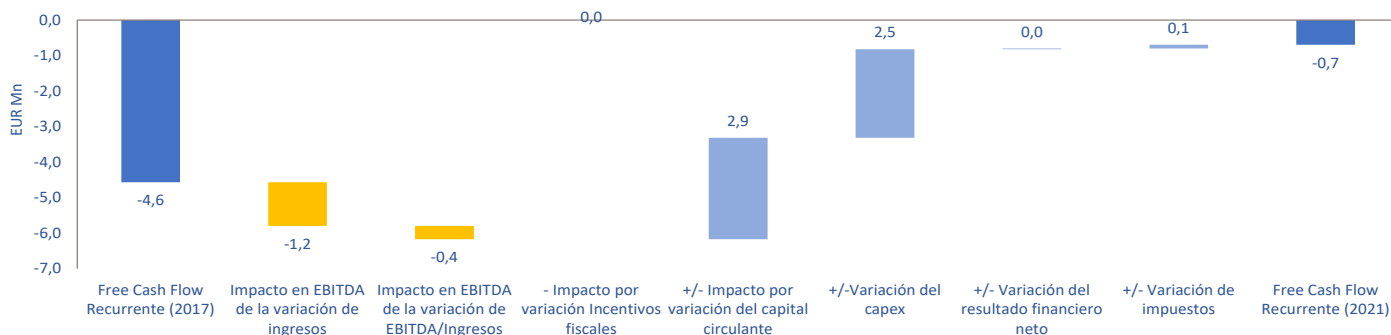
Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	6,3	3,0	2,1	2,0	1,3	2,1	3,7	4,9		
Inmovilizado material	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,1	0,8	1,6	2,4	2,9	3,1		
Inmovilizado financiero	0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	2,9	1,6	2,2	2,8	2,0	1,8	2,1	2,4		
Total activo	9,4	4,8	4,4	5,9	6,3	7,9	10,1	11,8		
Patrimonio neto	1,3	(3,9)	1,1	1,0	1,1	1,5	3,1	4,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,0	0,5	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	6,4	7,1	2,1	2,9	4,2	4,9	5,4	5,5		
Pasivo circulante	0,4	0,6	0,7	1,0	0,9	1,2	1,4	1,6		
Total pasivo	9,4	4,8	4,4	5,9	6,3	7,9	10,1	11,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
Total Ingresos	3,7	1,4	2,5	2,6	3,8	5,1	6,0	7,0	1,2%	22,1%
Cto. Total Ingresos	70,1%	-61,6%	77,7%	5,4%	45,9%	33,4%	16,9%	16,8%		
Coste de ventas	(0,6)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(2,2)	(2,4)	(2,6)		
Margen Bruto	3,0	1,4	2,5	2,5	3,5	3,0	3,6	4,4	3,9%	7,6%
Margen Bruto / Ingresos	82,4%	96,6%	99,4%	96,5%	91,3%	57,9%	60,4%	62,5%		
Gastos de personal	(0,7)	(1,0)	(0,9)	(1,6)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,7)		
Otros costes de explotación	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(0,6)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)		
EBITDA recurrente	1,9	(0,3)	0,7	0,3	0,3	(0,6)	(0,1)	0,5	-38,4%	21,5%
Cto. EBITDA recurrente	53,8%	-117,8%	310,2%	-55,9%	-12,5%	-321,9%	83,0%	575,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	51,3%	n.a.	28,1%	11,7%	7,0%	n.a.	n.a.	6,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,1)	0,5	0,0	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	1,9	(0,4)	1,2	0,3	0,2	(0,6)	(0,1)	0,5	-43,2%	35,8%
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,3)	(1,1)	(0,8)	(1,1)	(0,4)	(0,6)	(0,8)		
Gastos capitalizados	-	0,2	0,1	0,2	0,3	0,8	1,5	1,0		
Incentivos fiscales	-	-	-	0,5	0,8	0,8	0,9	1,0		
EBIT Ajustado¹	0,7	(1,6)	0,2	0,2	0,1	0,6	1,8	1,6	-33,6%	n.a.
Cto. EBIT Ajustado	101,2%	-330,5%	113,2%	-15,3%	-24,5%	350,4%	194,5%	-9,4%		
EBIT Ajustado / Ingresos	18,5%	n.a.	8,3%	6,7%	3,4%	11,6%	29,3%	22,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,5	(1,8)	0,0	0,1	0,0	0,4	1,6	1,4	-46,8%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario	69,6%	-441,9%	101,7%	118,8%	-37,9%	970,7%	253,3%	-10,9%		
Extraordinarios	-	(3,8)	0,0	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,5	(5,6)	0,0	0,1	0,0	0,4	1,6	1,4	-46,8%	n.a.
Impuestos	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	0,0	-	(0,0)	(0,0)		
Tasa fiscal efectiva	16,5%	n.a.	n.a.	25,9%	n.a.	n.a.	1,7%	1,3%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,4	(5,5)	0,1	0,1	0,0	0,4	1,6	1,4	-44,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	74,4%	n.a.	101,1%	-17,8%	-16,2%	970,0%	247,4%	-10,5%		
Beneficio ordinario neto	0,5	(1,7)	(0,5)	0,0	0,1	0,4	1,6	1,4	-28,5%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	35,9%	-472,3%	72,6%	109,3%	174,0%	278,7%	247,4%	-10,5%		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
EBITDA recurrente						(0,6)	(0,1)	0,5	-38,4%	21,5%
Incentivos fiscales ¹						-	0,5	0,8		
Var. capital circulante						0,5	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,1	0,3	1,2	59,7%	4,5%
CAPEX						(0,5)	(0,6)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						-	(0,0)	(0,0)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,8)	(0,5)	(0,1)	37,5%	52,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,8)	(0,5)	(0,1)	32,3%	54,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,8	0,5	0,1		

Nota 1: EBIT ajustado para incluir el impacto de incentivos fiscales (por su naturaleza económico-financiera asimilable, de facto, a una subvención), con impacto en free cash flow.

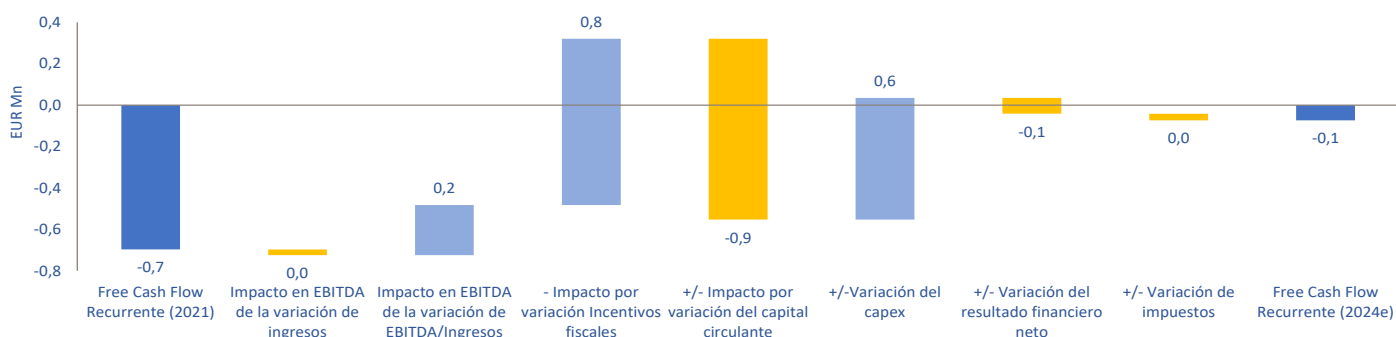
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	(0,3)	0,7	0,3	0,3	(0,6)	(0,1)	0,5	41,1%	21,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-117,8%	310,2%	-55,9%	-12,5%	-321,9%	83,0%	575,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,1%</i>	<i>11,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,9%</i>		
- Incentivos fiscales	-	-	-	-	-	0,5	0,8		
+/- Var. Capital circulante	1,5	(0,4)	(0,4)	0,8	0,5	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,2	0,3	(0,1)	1,0	(0,1)	0,3	1,2	-4,7%	4,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>619,7%</i>	<i>-77,7%</i>	<i>-139,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-111,6%</i>	<i>337,2%</i>	<i>313,2%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>84,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>26,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,7%</i>	<i>16,7%</i>		
- CAPEX	(1,7)	(0,2)	(0,5)	(1,6)	(0,5)	(0,6)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	(0,2)	-	-	0,0	-	(0,0)	(0,0)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,9)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,5)	(0,1)	6,8%	52,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>81,1%</i>	<i>90,4%</i>	<i>-650,4%</i>	<i>-12,1%</i>	<i>-11,5%</i>	<i>34,6%</i>	<i>85,4%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	-	0,1	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,5	0,0	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(0,6)	0,4	(0,5)	(0,8)	(0,8)	(0,5)	(0,1)	-6,1%	54,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>82,4%</i>	<i>163,5%</i>	<i>-232,8%</i>	<i>-41,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>34,6%</i>	<i>85,4%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,6)	(0,9)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,2)	(0,3)	0,0	0,1	0,1	(0,1)	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,1)	1,3	(0,4)	(0,2)	(1,0)	0,6	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	(2,2)	1,0	(0,4)	(0,0)	(0,9)	0,5	0,6		
- Impacto por variación incentivos fiscales	-	-	-	-	-	0,5	0,3		
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,6	(2,0)	0,0	1,2	(0,3)	(0,6)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,4	(0,9)	(0,4)	1,1	(1,1)	0,4	0,9		
+/- Variación del CAPEX	2,5	1,5	(0,3)	(1,2)	1,1	(0,1)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,2	-	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,7	0,8	(0,5)	(0,1)	(0,1)	0,3	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	(0,9)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,5)	(0,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT Ajustado	(1,6)	0,2	0,2	0,1	0,6	1,8	1,6	27,7%	n.a.
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>25,9%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,3%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,0)	-	-	(0,0)	(0,0)		
EBITDA recurrente	(0,3)	0,7	0,3	0,3	(0,6)	(0,1)	0,5	41,1%	21,5%
- Incentivos fiscales	-	-	-	-	-	0,5	0,8		
+/- Var. Capital circulante	1,5	(0,4)	(0,4)	0,8	0,5	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,2	0,3	(0,1)	1,0	(0,1)	0,3	1,2	-4,7%	4,5%
- CAPEX	(1,7)	(0,2)	(0,5)	(1,6)	(0,5)	(0,6)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,0)	-	-	(0,0)	(0,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,5)	0,1	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	0,1	-7,1%	29,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>88,8%</i>	<i>121,1%</i>	<i>-677,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>45,3%</i>	<i>128,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,4%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	-	0,1	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,5	0,0	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,3)	0,6	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(0,3)	0,1	-34,1%	28,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>92,0%</i>	<i>309,1%</i>	<i>-188,9%</i>	<i>-29,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>45,3%</i>	<i>128,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>		

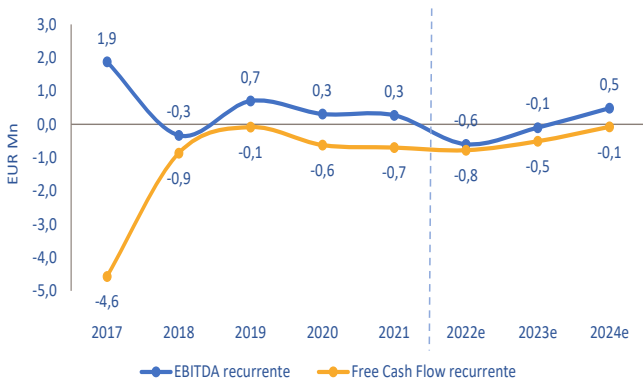
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



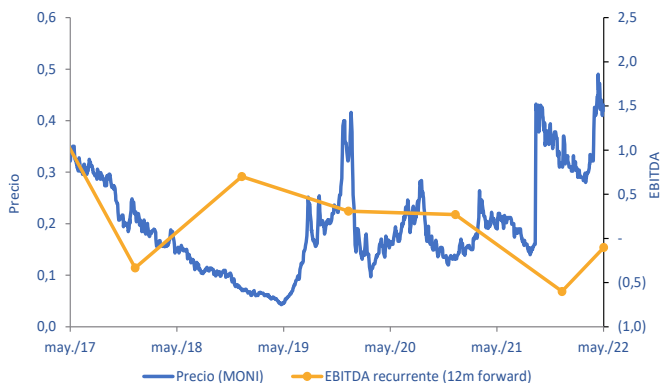
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



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	8,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	4,2	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	1,1	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	11,9	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

Producción audiovisual y animación

	EUR Mn	Toei Animation	Lions Gate	Wildbrain	Xilam Animation	Mondo TV S.p.A.	Your Family Entertainment	Average	MONI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	4816-JP	LGF.A-US	WILD-CA	XIL-FR	MTV-IT	RTV-DE		MONI-ES
	País	Japan	USA	Canada	France	Italy	Germany		Spain
	Market cap	4.257,6	2.249,1	265,3	183,0	40,2	39,0		8,6
	Enterprise value (EV)	3.701,7	5.868,5	877,9	210,7	50,0	47,0		11,9
Información financiera básica	Total Ingresos	464,7	3.782,9	364,2	43,7	36,0	4,3		5,1
	Cto. Total Ingresos	10,6%	11,6%	11,0%	62,1%	23,2%	38,1%	23,8%	33,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	5,3%	10,3%	12,0%	18,4%	5,4%	15,6%	11,5%	16,8%
	EBITDA	150,5	425,7	67,0	22,0	30,2	2,1		(0,6)
	Cto. EBITDA	9,2%	14,1%	4,4%	-11,5%	25,6%	n.a.	4,0%	-409,8%
	2y TACC (2022e - 2024e)	5,2%	23,3%	16,0%	6,7%	8,0%	23,9%	12,8%	67,6%
	EBITDA/Ingresos	32,4%	11,3%	18,4%	50,3%	83,9%	47,9%	28,1%	n.a.
	EBIT	143,9	108,6	71,5	10,5	9,7	0,9		0,6
	Cto. EBIT	7,9%	110,6%	80,9%	n.a.	44,2%	165,6%	66,5%	350,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	6,1%	22,9%	13,5%	18,1%	33,4%	43,3%	15,2%	63,4%
	EBIT/Ingresos	31,0%	2,9%	19,6%	24,2%	26,9%	21,9%	19,4%	11,6%
	Beneficio Neto	103,7	(34,4)	3,2	7,2	6,8	0,6		0,4
	Cto. Beneficio Neto	9,8%	69,6%	163,1%	14,0%	23,1%	831,8%	64,1%	970,0%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,3%	-93,7%	n.a.	25,0%	34,4%	48,6%	-20,1%	76,3%
	CAPEX/Ventas	0,7%	1,0%	1,0%	81,0%	94,7%	0,7%	20,9%	10,0%
Free Cash Flow	101,0	126,3	19,3	(2,5)	(3,9)	0,6		(0,8)	
Deuda financiera Neta	(521,1)	2.000,1	335,5	24,4	13,3	(4,2)		4,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	4,7	5,0	1,1	0,4	n.a.	3,6	n.a.	
Pay-out	24,9%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	6,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	40,0	15,0	80,1	25,1	n.a.	68,5	40,0	19,1
	P/BV (x)	5,3	0,9	1,4	2,5	n.a.	2,0	2,5	5,7
	EV/Ingresos (x)	8,0	1,6	2,4	4,8	1,4	10,9	4,2	2,3
	EV/EBITDA (x)	24,6	13,8	13,1	9,6	1,7	22,8	15,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	25,7	n.a.	12,3	20,0	5,2	49,9	19,3	20,0
	ROE	13,3	6,2	1,8	9,9	n.a.	2,9	7,8	35,1
	FCF Yield (%)	2,4	5,6	7,3	n.a.	n.a.	1,6	5,1	n.a.
	DPA	0,63	0,00	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,16	0,00
	Dvd Yield	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,2%	0,0%

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es 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 IEF 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, IEF 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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF 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
25-May-2022	n.a.	0,430	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

