Miogroup

Spain | Media

Investment Research

ESG FOCUS INSIDE

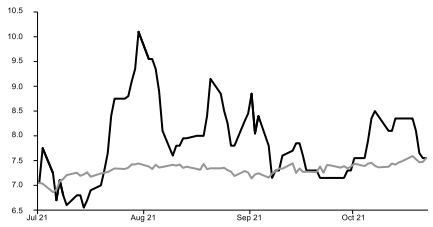
Full Company Report | **Reason: Initiation of coverage** | ***8 November 2021***

Buy	
Recommendation unchanged	
Share price: EUR	**7.55**
closing price as of 05/11/2021	
Target price: EUR	**10.00**
Target Price unchanged	
Upside/Downside Potential	**32.4%**
Reuters/Bloomberg	MIO.MC/MIO SM
Market capitalisation (EURm)	**51**
Current N° of shares (m)	7
Free float	**11%**
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k)	4
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k)	0.00
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	5.59/-10.12/

Key financials (EUR)	12/20	12/21e	12/22e
Sales (m)	46	58	63
EBITDA (m)	1	2	3
EBITDA margin	*2.7%*	*3.7%*	*4.4%*
EBIT (m)	1	2	3
EBIT margin	*2.2%*	*3.3%*	*4.0%*
Net Profit (adj.)(m)	1	1	2
ROCE	27.3%	33.7%	32.8%
Net debt/(cash) (m)	2	(2)	(3)
Net Debt Equity	*nm*	*-0.5*	*-0.5*
Net Debt/EBITDA	1.4	-1.1	-0.9
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	23.2	4.1	35.4
EV/Sales		0.8	0.8
EV/EBITDA		22.4	17.1
EV/EBITDA (adj.)		22.4	17.1
EV/EBIT		25.1	18.8
P/E (adj.)		48.7	27.4
P/BV		11.7	9.3
OpFCF yield		*3.0%*	*4.4%*
Dividend yield	*2.4%*	*1.8%*	*3.3%*
EPS (adj.)	0.12	0.15	0.28
BVPS	0.02	0.65	0.81
DPS	0.18	0.14	0.25

Shareholders

Mio Consulting SL 45%; Nothing is more SL 45%;



Source: FactSet

MIOGROUP — IBEX 35 (Rebased)

Analyst(s)

Juan Peña
juan.pena@gvcgaesco.es
+34 91 436 78 16

El *one stop shop* de la consultoría de marketing

MioGroup es una consultora estratégica de capital familiar experta en integración de servicios de marketing y transformación digital y que cuenta con un porfolio de servicios diversificado que le da un enfoque multidisciplinar único. La pandemia ha acelerado la necesidad de adaptación y transformación digital de las empresas, siendo MioGroup un compañero perfecto en dicha transformación. Su objetivo es consolidar el mercado con adquisiciones que refuercen sus capacidades y tamaño.

- ✓ El Grupo nace en 2012 y desde entonces el **crecimiento ha sido continuado** a lo largo de los últimos años hasta alcanzar una facturación de EUR45M en 2020. En la situación actual la compañía busca acelerar su crecimiento vía adquisiciones que le permitan cubrir más fases de la cadena de valor.
- ✓ MioGroup tiene **dos áreas de actividad principalmente**: la **Consultoría de Marketing Digital** (que a su vez se divide en las líneas de negocio de Estrategia y Tecnología, Creatividad y Contenido e Inteligencia de Datos) y la **Consultoría de Publicidad en Medios** (que se compone de la línea de Consultoría en Medios de Pago y de Comercialización de Medios y Tecnología).
- ✓ La compañía opera en **dos mercados**: el **mercado de la consultoría**, con buenas perspectivas de crecimiento para los próximos años (entre el 5-7% anual) y el **mercado de la publicidad digital**, que se espera que crezca a doble dígito en los próximos años.
- ✓ La empresa funciona como una **externalización de los departamentos de marketing** de los clientes con el objetivo de ir creando y aumentando la relación con ellos a lo largo del tiempo.
- ✓ La **ventaja competitiva de la compañía reside en la demostrada capacidad de integrar todos los procesos relacionados con el marketing de los clientes** y dotarlos de unas herramientas de seguimiento de su inversión basadas en el dato y en la optimización del capital empleado.
- ✓ La aproximación comercial de la compañía se basa en tres pilares: recopilar el mayor volumen de información relevante, comprender toda la cadena de valor de los clientes y cómo transformarlo digitalmente, así como mantener un enfoque centrado en datos mediante el empleo de la tecnología. Para ello proponen modelos de retribución flexibles a los clientes, que llegan a comprometer en algunos casos hasta el 100% de las retribuciones.
- ✓ La **situación financiera de MioGroup es saneada** ya que no tiene deuda financiera neta (al cierre de H1 21 cuenta con **caja neta positiva por EUR2M**) y las adquisiciones realizadas hasta el momento se están cubriendo con recursos propios y la caja generada.
- ✓ Alcanzamos una **valoración de EUR10.0 por acción con un potencial cercano al 30% sobre precios actuales e iniciamos cobertura con recomendación de Comprar**. Hemos utilizado una WACC del 9% y una g=3%. Consideramos que la compañía tiene un **potencial de crecimiento orgánico** gracias al acceso a clientes cada vez más grandes y a añadir mayores servicios a los existentes.

ÍNDICE

1.	**Breve descripción de la compañía**	**3**
2.	**Modelo de negocio**	**4**
3.	**Análisis de mercado**	**8**
4.	**Evolución de MioGroup 2016-2020**	**10**
5.	**Resultados H1 21**	**15**
6.	**Análisis DAFO de la compañía**	**17**
7.	**Estimaciones FY 2021-2025**	**18**
8.	**Equipo directivo**	**23**
9.	**Valoración**	**24**
10.	**Comparables**	**25**
11.	**Conclusión**	**26**
12.	**ESG Focus**	**27**
ESG Scorecards		27
ESG Positioning		27
Miogroup: SDGs		28

1. Breve descripción de la compañía

MioGroup es un grupo nacido en 2012 bajo el nombre de Hello Media y que ha ido creciendo en los últimos años con una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico. Su capital es familiar ya que está en manos de su presidente y fundador: Yago Arbeloa y sus hermanos con un total del 90% del capital a través de dos sociedades: Mio Consulting, S.L. y Nothing is More, S.L.. MioGroup se dedica a la consultoría estratégica centrada en el marketing y la transformación digital. El principal elemento diferenciador de la compañía es su capacidad para integrar varios servicios en su propuesta de valor y la medición del impacto de su trabajo con análisis de datos avanzados.

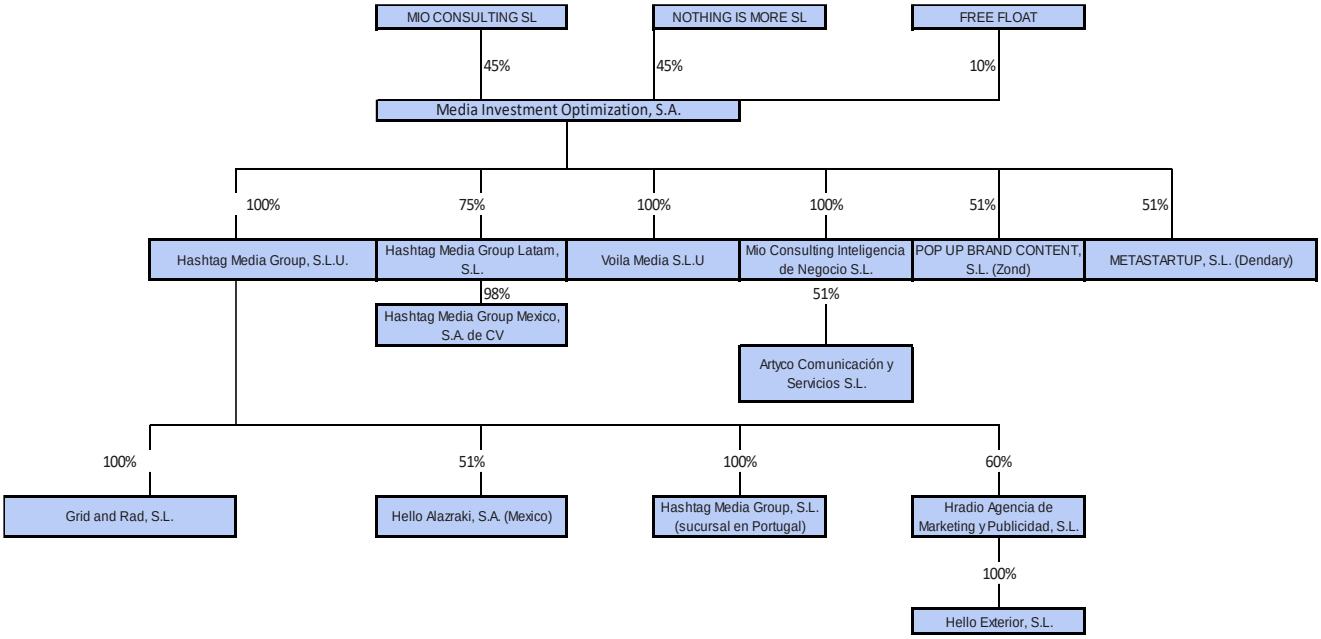
A día de hoy, MioGroup cuenta con 192 empleados y ha conseguido capear la crisis de Covid-19 que ha afectado al sector publicitario (principalmente en los medios audiovisuales) con una caída de sólo el 5% de su facturación en 2020 y con un crecimiento muy importante en el primer semestre de 2021 (+21% respecto al H119 y +40% respecto al H120) y con un aumento de plantilla, lo que demuestra por un lado la resiliencia de la empresa en tiempos de crisis y por otro la rápida recuperación de la actividad en tiempos de crecimiento, mostrando un crecimiento por encima del mercado.

El objetivo de MioGroup es ganar tamaño y consolidar el mercado nacional a través del crecimiento inorgánico, buscando empresas de nicho que presten servicios de marketing diferenciales, así como empresas para ganar tamaño y construir un líder nacional en el sector.

El Grupo busca tener el control del servicio a través de personal propio que funciona como un pool de servicios (no hay personal 100% dedicado por cliente, sino líneas de producción de diferentes servicios, lo que redunda en la escalabilidad del negocio y el conocimiento especializado, además de reducir el riesgo de sobredimensionamiento de la plantilla) y a su vez el control sobre la tecnología, lo que le ha llevado a desarrollar o adquirir tecnología propia que le permita ofrecer servicios diferenciales.

El Grupo opera como externalizador de los servicios de marketing de sus clientes y su objetivo es crear relaciones a largo plazo con sus clientes y ser el socio de referencia en cualquier asunto relacionado con su estrategia de marketing.

La estructura corporativa de la empresa es la siguiente:



Fuente: MioGroup

2. Modelo de negocio

La actividad del grupo se puede dividir en dos áreas de actividad principales: la consultoría de marketing digital y la consultoría de publicidad en medios.

Dentro del primer campo, la compañía diferencia tres líneas de negocio:

- Estrategia digital y tecnología: Servicios generales de análisis de mercado y de la competencia, auditoría de medios para la optimización de relación con proveedores, modelos de atribución y propensión de venta, consultoría ad-tech y mar-tech, modelos de marketing-mix o experiencia digital. Esta línea supuso un 7% de la cifra de negocio en H121 alcanzando los EUR2M, con un crecimiento del +21% frente a H120.
- Inteligencia de datos: Servicios de analítica *web*, analítica avanzada y automatización de marketing. En concreto, se implementan tecnologías de medición y se operan, realizando análisis de datos y efectuando recomendaciones para mejorar la conversión de la inversión en publicidad. Esta línea supuso un 3.3% de la cifra de negocio en H121, y ha vivido un fuerte crecimiento del +145% frente a H120 y alcanzando los EUR1M de facturación semestral.
- Creatividad y contenido: Servicios de posicionamiento web (SEO), estrategia de producción de contenidos, estrategia de comunicación digital, así como campañas en redes sociales con *influencers*. This line accounted for 3.5% of H121's turnover (EUR1.1M) with a growth of +20% compared to 2020.

Esta área de actividad presta servicio a más de 25 clientes de la Compañía, algunos de los principales son: Palladium Hotel Group, Turner/Cartoon Network, Metrovacesa, Vega Sicilia, Singular Bank, Repsol, Navantia, Pepephone, Liga ACB o GoDaddy.

El margen bruto del área ascendió en H121 a EUR3.7M (EUR5.7M en FY20) y suponía un 60.5% del total del margen bruto de la compañía, en línea con lo que representaba a cierre de 2020 y 2019.

El margen bruto sobre ingresos del área asciende al 88% en H121.

En esta área se concentra la mayor parte (un 60%) del personal de la compañía (114 empleados) a cierre de junio de 2021.

Englobada dentro del negocio de la consultoría de la publicidad en medios la compañía diferencia dos líneas de actividad:

- Consultoría de medios de pago: Planificación de campañas en medios (digitales y convencionales). Esta línea supuso un 8% de los ingresos de la compañía en H121, con un crecimiento del +49% frente a H120 y alcanzando EUR2.5M de facturación semestral.
- Comercialización de medios y tecnología: Compraventa de espacios publicitarios y tecnología para su explotación por parte de los clientes. This line of business accounted for 78% of the company's turnover in H121 (EUR24M) and grew by +40% compared to H120. This line of business hardly generates any margin for the company as it acts as an intermediary between the supplier (Atresmedia, Mediaset, Grupo Prisa, Google or Facebook) and the client.

Esta área de actividad presta servicio a más de 30 clientes de la Compañía, algunos de los principales son: Grupo Másmóvil, LaRedoute.es, Liberbank, Mapfre Salud Digital, Pibank, Securitas Direct, Metrovacesa, William Hill, Arriaga Asociados, FNAC España, Gigas Hosting o Lingokids.

El margen bruto del área ascendió en H121 a EUR2.4M (frente a los EUR4M de FY20) y supone un 39.5% del margen bruto total de la compañía, en línea con años anteriores.

El margen bruto sobre ingresos del área asciende al 9.2% en H121.

En esta área se engloban 78 empleados del Grupo a cierre de junio de 2021.

La compañía opera con un modelo flexible en el que el objetivo final es la rentabilidad de las campañas para el cliente, llegando a firmar contratos con una remuneración 100% variable ligada a objetivos. Esto permite establecer relaciones de confianza con los clientes, lo que lleva a que su media de permanencia sea superior a tres años, con más de cuatro años en los clientes que suponen el top 10 de facturación. Del total de base de clientes de 2020 (que superan los 40), c.70% tenían una permanencia superior a un año. Por último, más del 56% de los clientes tienen contratados al menos tres servicios. El top 3 de clientes representan un 27% del margen bruto de la compañía y el top 10, un 48% del mismo.

La ventaja competitiva de la compañía es la capacidad de integrar todos los procesos relacionados con el marketing de los clientes y dotarles de unas herramientas de seguimiento de su inversión basadas en el dato y en la optimización del capital empleado. Además, el ser una compañía nativa digitalmente, le permite optimizar muchos procesos y tener una estructura ágil y enfocada a los objetivos de sus clientes.

Durante 2020 la compañía tomó una decisión estratégica arriesgada y fue apostar por su plantilla no sólo no reduciendo la actividad ni los salarios sino incrementándolos y atrayendo talento de otras compañías del sector en dificultades. Esto le ha permitido ocupar espacios que tenían otros competidores y contar con una plantilla motivada y que ha conseguido incrementar su tamaño y su talento.

Flujo de actividad en la captación de clientes y desarrollo de un proyecto

La compañía dispone de un área de Desarrollo de Negocio que, junto a cierto personal clave de la compañía, son quienes lideran la búsqueda de nuevos clientes. Estas nuevas oportunidades de negocio se pueden dar por dos vías: o concursos convocados por compañías u oportunidades comerciales autogeneradas. El mix actual de generación de negocio está al 50% entre ambas fuentes.

Una vez que se ha generado una oportunidad, el departamento de Operaciones realiza una estimación de los costes asociados a dicho proyecto y a la dedicación estimada de los diferentes equipos (en función del tipo de proyecto y de los servicios requeridos para el mismo). Esto puede requerir personal de varias áreas e incluso de filiales distintas del Grupo, en función de las necesidades del cliente.

A continuación, el proyecto, una vez aceptado y firmado ya entra bajo la responsabilidad del Project Manager, que es el encargado de gestionar todas las partes del mismo, involucrando a los distintos equipos, repartiendo trabajos y tiempos y, sobre todo, teniendo la relación con el cliente, asegurando la calidad del servicio. La compañía prioriza la ejecución del proyecto, la consecución de objetivos y la satisfacción del cliente sobre la rentabilidad del mismo.

En la actualidad, la compañía genera sus ingresos adicionales en un c.85% por clientes existentes que contratan nuevos servicios y en un c.15% por clientes nuevos que contratan servicios.

Ejemplo de proyecto llevado a cabo por la compañía: Metrovacesa

Fuente: Información proporcionada por la compañía.

Líneas de actividad: Estrategia y tecnología, inteligencia de datos, creatividad y contenido, consultoría de medios de pago y comercialización de medios y tecnología.

Objetivo: Iniciar todas las operaciones y el ecosistema de marketing digital, así como su estrategia creativa y crear un entorno de captación digital medible e integrado en el proceso comercial de la compañía.

Enfoque: Actuar como una extensión del departamento de marketing de la compañía, con un equipo multidisciplinar de más de 20 personas, prestando servicios hasta en doce áreas de

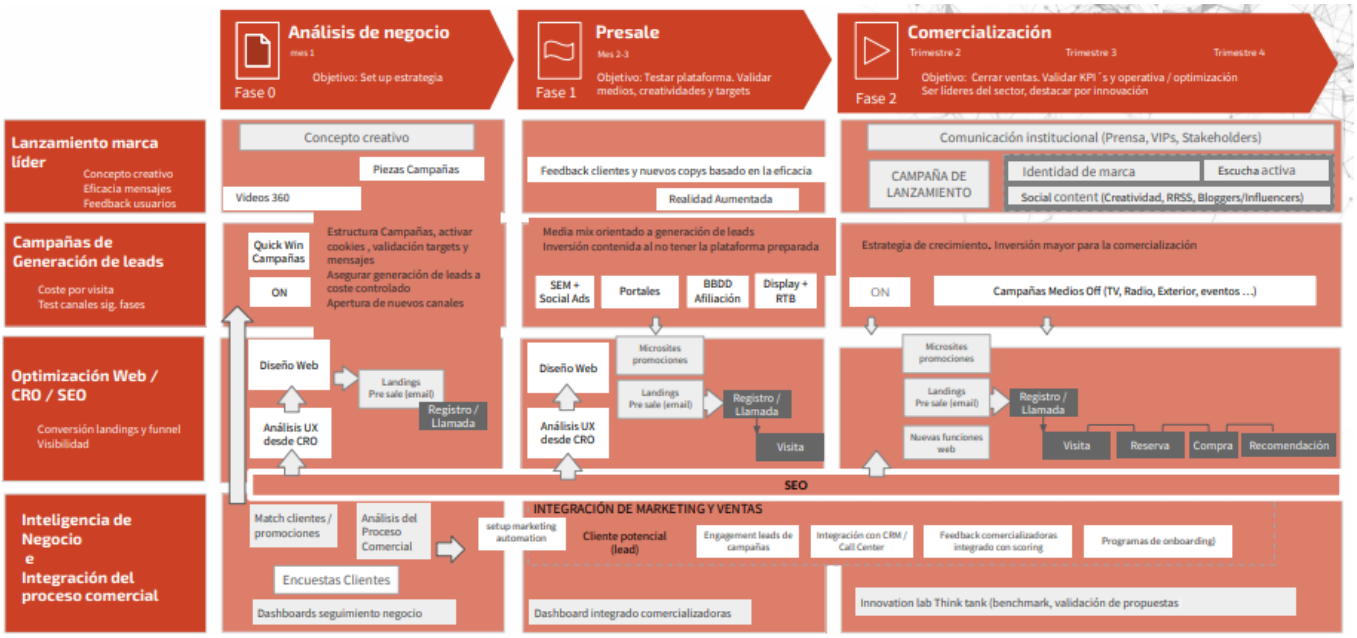
disciplinas diferentes coordinadas por el equipo de estrategia y gestión de proyectos. Los trabajos consistieron en el desarrollo y mantenimiento de la web, creación de estrategia de presencia y captación digital, concepto creativo y producción, organización de presencia en ferias y acciones especiales, patrocinios, diseño de un ecosistema de datos y cuadros de mando para el seguimiento del proceso comercial. Operación de campañas diferenciadas para la venta de hasta 60 promociones en distintas fases de comercialización.

Resultados: Fuerte reconocimiento de marca. Conversiones de campañas de Google Ads geolocalizadas un 80% superiores y las conversiones asistidas un 140% mayores. El hecho de segmentar geográficamente permitió conseguir el 75% de leads (clientes que dejan sus datos para ser contactados), mientras que las campañas no segmentadas consiguieron únicamente un 25%.

Dicho proyecto fue publicado en el blog *Think with Google*, con una recopilación de las mejores prácticas de clientes mediante el uso de sus técnicas de marketing digital.

La clave del éxito del proyecto fue la generación de activos digitales que permitieran medir y optimizar las inversiones publicitarias digitales y convencionales así como integrar los procesos de captación digitales con las visitas comerciales (unión de marketing y ventas), todo ello gracias al intenso uso de tecnología.

El siguiente diagrama presentado por la compañía muestra un ejemplo de las tareas que MioGroup es capaz de realizar cubriendo todas las fases y llegando a donde las consultoras (fase 2 y 3) o las agencias (fase 1) no llegan.



Fuente: Presentación resultados H121 MioGroup

<u>Compañías del Grupo</u>

El grupo cuenta con varias compañías con entidad propia que se dedican a distintos nichos de mercado, aunque en algunas ocasiones haya compartición de servicios entre compañías:

HMG: Es la compañía principal del Grupo y la que aglutina la mayor parte de la actividad de consultoría de publicidad en medios. Está enfocada a clientes complejos y con necesidades multidisciplinares que absorban la mayor parte de las capacidades del Grupo.

Mio Consulting: Es la compañía especializada en consultoría de marketing que cubre el espacio entre la consultoría tradicional y la agencia de medios abarcando tanto la creación del plan de marketing y de negocio como la bajada a decisiones tácticas de dicha planificación.

Voilà Media: Es una compañía que se centra en la construcción de marca, suelen ser clientes que se inician en el mundo del marketing de sus marcas y requieren una especialización y cercanía singulares.

Artyco: Compañía adquirida a través de Mio Consulting en 2021, especializada en marketing de datos para optimizar la relación con los clientes.

Zond.TV: Marca bajo la que opera la sociedad Pop Up Brand Content, S.L., especializada en la creación de contenido de marca. Se adquiere un 15% de la compañía en 2019 y un 36% adicional en mayo de 2021.

Dendary: Marca bajo la que opera la sociedad Metastartup, S.L. Es una compañía de la que se adquirió en septiembre de 2021 el 51% con un compromiso de compra del restante 49% en los próximos cuatro años. Es una agencia especialista en marketplaces y partner de Amazon.

En resumen, la compañía se diferencia de la competencia con el enfoque multidisciplinar y digital de sus actividades que le permiten dar un servicio *in house* integral a sus clientes y le permiten ir escalando la actividad que se realiza con un cliente una vez que han logrado captarlo.

La compañía ha logrado varios premios a nivel nacional e internacional en relación a su actividad, lo que le ha permitido hacerse un nombre en el mercado y situarse como una consultora de prestigio.

A continuación se muestra un cuadro con los principales servicios que provee la compañía y los principales clientes en alguno de ellos:

Fuente: MioGroup

3. Análisis de mercado

La compañía opera en dos mercados principalmente: la consultoría y la publicidad.

En relación con la consultoría, la Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEEC) publica todos los años un informe sobre la situación del sector. El último disponible con datos de 2020 muestra un crecimiento del 0.1% de la actividad, afectado por el impacto del Covid-19 aunque con una evolución significativamente mejor que el PIB nacional (-9.9%). Para 2021 el organismo estima un crecimiento del 6.2% recuperando la senda vista en los últimos años.

Fuente: AEEC

A su vez, se está observando en el sector un proceso continuado de concentración empresarial en el que los grandes grupos están adquiriendo compañías de menor tamaño. Estas empresas de gran tamaño (Accenture, Deloitte, PwC, KPMG, EY, BCG…) son más generalistas y globales. Conviven con un ecosistema de unas 50 empresas a nivel nacional de menor tamaño como Making Science, BMind (recientemente adquirida por Jakala) o The Cocktail con una facturación de entre EUR10M y EUR60M anuales, similares a los de MioGroup. Según un informe de la consultora DBK, en 2019, las cinco grandes empresas del sector facturaron un 40% de los ingresos del mercado.

Tal y como se observa en el punto anterior, la compañía ha logrado mantener relativamente estables sus ingresos de consultoría por lo que el desempeño ha sido mejor que el mercado en 2020.

Por lo tanto, las perspectivas a nivel sectorial para la compañía son positivas ya que consideramos que el sector de la consultoría tendrá una rápida recuperación y más aún todo lo relacionado con entornos digitales, ya que muchas compañías están transformando sus actividades hacia un entorno más digital y entra de lleno en la especialización que tiene MioGroup. El auge el *e-commerce* hará que muchas empresas busquen cómo mejorar sus procesos de venta online (como se ha visto en el caso de éxito de Metrovacesa) y cómo monetizar de la manera más eficiente sus inversiones en publicidad online, así como la búsqueda de tecnología que permita a las empresas medir sus inversiones en publicidad convencional y acompañamiento en la migración de esas inversiones a los canales más eficientes, todas éstas son áreas en las que la compañía tiene un *expertise* más que demostrado, por lo que consideramos que hay una gran oportunidad en el futuro próximo de absorber parte de esa demanda creciente.

En cuando al negocio de la publicidad, que marca en mayor medida el desempeño de la compañía, el sector ha sufrido un duro revés en 2020 marcado por el impacto del Covid-19 en la economía española.

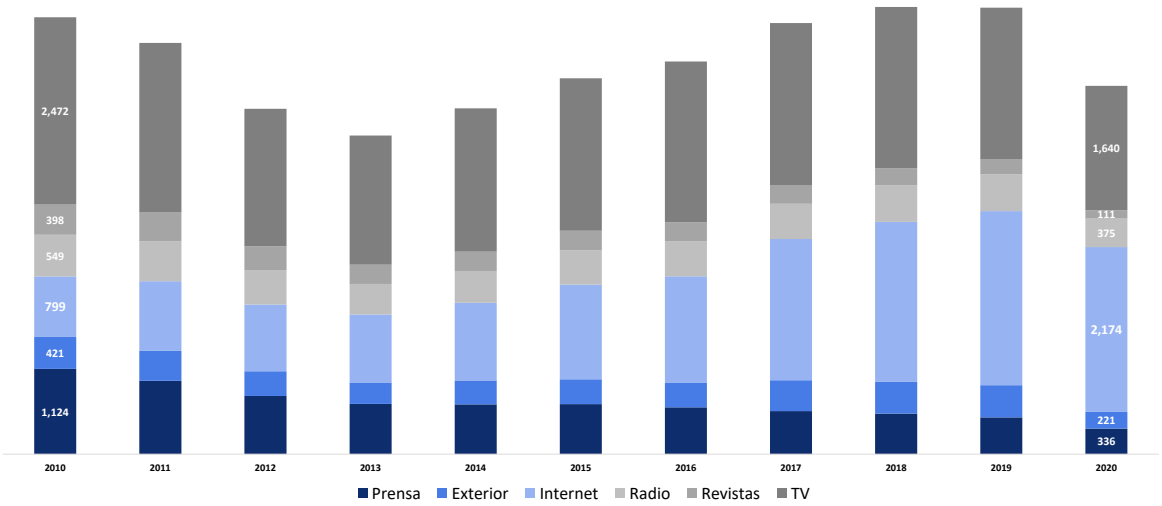
Según cifras de Infoadex, la inversión global en publicidad cayó un -18% aunque el reparto de estas caídas ha sido desigual, tal y como se observa en la tabla resumen del Estudio Infoadex de la Inversión Publicitaria en España en 2020. Contenidos como *branded content* (+1.6%), *influencers* (+22.3%) o incluso el total de publicidad digital (-5.2%) sortearon la crisis de manera muy resiliente, mostrando que estos sectores (donde opera la compañía) son menos dependientes del ciclo económico (sobre todo en contextos negativos) y cuentan con un gran potencial.

Según I2P, otro proveedor de información, en 2020 la publicidad digital superó por primera vez a la publicidad convencional (52%-48%) dado que el sector digital aguantó mejor el impacto de la crisis.

Estos dos estudios nos muestran unos cambios estructurales en el sector que la pandemia ha acelerado y que vienen derivados principalmente de la adopción de la publicidad digital como la predominante en España y sus diferentes derivadas. La posición de la compañía en este contexto es muy buena ya que al ser nativamente digital y centrar sus operaciones en este segmento, el potencial mercado que se la abre es muy relevante. Además, la crisis económica derivada de la crisis sanitaria ha hecho que muchas empresas del sector pasen por dificultades o incluso hayan desaparecido.

Estos cambios, lejos de ser un hecho aislado provocado por la pandemia, muestran una tendencia que se viene observando durante los últimos años. Si atendemos a los datos de Infoadex, el gasto en publicidad en los principales soportes controlados ha caído con un CAGR (evolución anualizada) del -1.7% en los últimos 10 años. Pero si se atiende al detalle por medios, tal y como observamos en el siguiente gráfico, las diferencias son más significativas:

Evolución del gasto en publicidad en distintos medios (2010-2020; M€)



Si comparamos los crecimientos por los distintos soportes en los últimos 10 años, se observan unas grandes diferencias por cada uno de los mismos, incluso si excluimos el efecto Covid en 2020:

	CAGR 2009-2019	CAGR 2010-2020
Prensa	-8.5%	-11.4%
Exterior	0.5%	-6.2%
Internet	13.4%	10.5%
Radio	-1.0%	-3.7%
Revistas	-7.0%	-12.0%
TV	-1.7%	-4.0%

La compañía también trabaja en medios convencionales como televisión, radio o publicidad exterior pero su origen digital nativo le permite aprovechar al máximo las ventajas que ofrece este medio, gracias al uso de la tecnología.

Las estimaciones a futuro que se manejan tanto las realizadas internamente como las de mercado indican un crecimiento del total del mercado de publicidad de c.10% para 2021 y de una media del 5% en los próximos años con el segmento digital creciendo a doble dígito y la publicidad en TV recuperando una parte de la caída sufrida en 2020 pero con una tendencia a largo plazo estable o ligeramente negativa.

Consideramos que este crecimiento del canal digital y todos sus nuevos canales derivados (*branded content*, *influencers*, redes sociales…) van a permitir a la compañía crecer con respecto al mercado ya que, como hemos comentado anteriormente, muchas compañías van a necesitar poner foco en estos canales y transformar su estrategia de marketing y la compañía cuenta con las capacidades y *track record* suficiente para liderar la captación de clientes en esta área.

Además de estos inputs sectoriales, el contexto económico va a acelerar la adopción de sistemas de marketing orientados a resultados, lo cual potenciará las ventajas competitivas de la compañía, que siempre ha apostado por la medición real de los impactos de sus campañas.

En definitiva, el paraguas sobre el que se engloba toda la actividad que se puede generar en el futuro tiene que ver con la transformación digital y la integración de marketing y ventas en la operativa de las compañías.

4. Evolución de MioGroup 2016-2020

La compañía ha conseguido crecer en los últimos años gracias a una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico. En la parte inorgánica, las adquisiciones se han centrado en compañías con servicios o tecnologías diferenciales para incorporar y expandir su cartera de servicios. En los últimos años se han producido nueve operaciones de compra de compañías o de activos tecnológicos que han permitido este crecimiento:

A finales de 2012 se funda Hello Media, especializada en posicionamiento y optimización de publicidad en buscadores y analítica web. Ese mismo año se adquiere la cartera de clientes y empleados de Newbriefing S.L.U, que ofrecía servicios de marketing de respuesta directa en internet.

En 2013 se constituye Hello Media Group (HMG) por parte de su socio único Nothing is More, S.L., que a su vez aporta varias sociedades de las que era titular: Influenzia On Line, S.L. (centrada en la creación y difusión de imagen de marca online), Cupra Studios, S.L. (estudio de desarrollo de videojuegos y aplicaciones corporativas basadas en gamificación) y Hello Media, S.L.

En 2014 la compañía se adentra en el negocio de la planificación y negociación de medios tradicionales y se crea HRadio dedicada a la contratación de espacios publicitarios en radio y se constituye Boom Social Technology (especializada en activación de campañas de generación de contenido online y gestión de *influencers*).

En 2014 se traspasa el 50% de la participación en HMG a Mio Consulting, S.L. quedando Nothing is More con el otro 50%.

En 2015 se adquiere The Fact (especializada en creatividad digital) y se crea una joint Venture en Mexico que actualmente no tiene actividad. Por último, se crea una sociedad para la gestión de publicidad en exterior (Hello Exterior, S.L.).

En 2016 se crea Grit and Rad, S.L. (especializada en implantación de soluciones de marketing digital enfocada en el "embudo de conversión" es decir en el proceso de compra o transacción). También se crea Voilà Media, S.L. (agencia centrada en la comercialización de campañas para empresas en crecimiento como startups o marcas que quieran incrementar o crear una imagen de marca en medios convencionales). Por último, se adquiere Ironville Investments, S.L (hoy Media Investment Optimization), que queda, tras una serie de reorganizaciones societarias como cabecera del Grupo.

En 2019 se adquiere el 15% de Pop Up Brand Content, S.L., especializada en la creación de contenido de marca. A su vez se constituye la sociedad Hashtag Media Group Latam, para iniciar actividades en el continente y se crea una filial en Mexico.

Por último, a finales de 2019 se crea Dígitos de Inteligencia de Negocio, S.L., centrada en servicios de consultoría y asesoría de inteligencia de negocio, que pasa a denominarse Mio Consulting.

Operaciones en 2021

La compañía ha tomado una participación del 10% en Clever PPC, S.L. que posee un software especializado en la creación y optimización de campañas de Adwords (herramienta de Google para publicidad patrocinada en el buscador) para tiendas online.

Se ha adquirido el 51% de Artyco Comunicación y Servicios, S.L., especializada en el análisis del dato para campañas de marketing por EUR0.5M con unos acuerdos de adquisición del 100% hasta 2024 por un total de EUR1.1M.

Se ha adquirido un 36% adicional de Pop Up Brand Content, S.L. el 28 de mayo de 2021 con opción de compra para la adquisición de la participación restante en los próximos ejercicios.

Como se ha comentado anteriormente, en septiembre de 2021 se ha adquirido la compañía Metastartup, S.L., una agencia de Marketing Digital especializada en Amazon Marketplace con capacidades de localización y especialistas multi idioma para lograr posicionamientos globales óptimos en dicho Marketplace. La compañía tiene 15 empleados y prevé facturar en 2021 EUR0.8M.

Este es el resumen de las adquisiciones realizadas por la compañía en su historia:

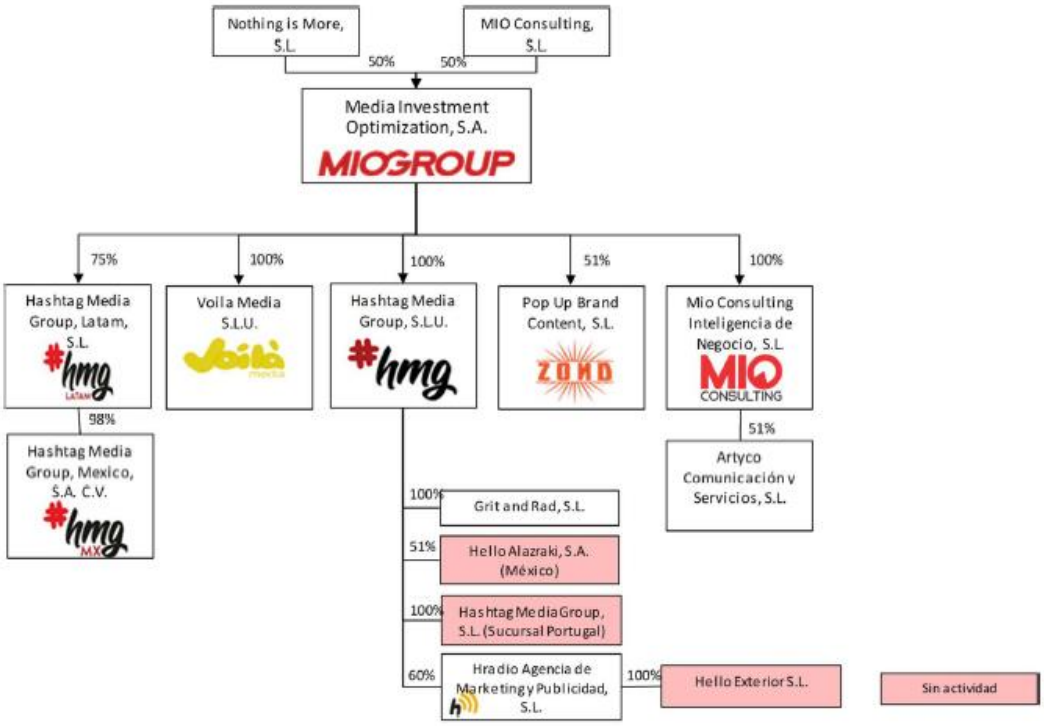
Compañía adquirida	Compañía adquirente	Fecha operación	Tipo de operación	% participación	Area especialización	Precio operación (en euros)	Vinculación
Hello Media, S.L.	Nothing is More, S.L.	Año 2012 y 2013	Adquisición compañía	100%	Servicios de marketing digital y publicidad especializados	448.000	parte independiente
Newbriefing, S.L.U.	Hello Media, S.L.	Año 2012	Adquisición cartera de clientes y personal	n/a	Posicionamiento y optimización de publicidad en buscadores y analítica web	75.000	parte independiente
Influenzia Online, S.L.	NIM	Febrero 2013	Adquisición participación	90%	Creación, desarrollo y difusión de la identidad digital de la marca	97.509	parte independiente
Cupra Studios, S.L.	NIM	Febrero 2013 a octubre 2013	Adquisición participación	70%	Estudio de desarrollo de videojuegos y aplicaciones corporativas	130.000	parte independiente
Twync (Boom Business, S.L.)	Boom Social Technology, S.L.	Agosto 2014	Compra activos	n/a	Plataforma para la selección de influencers y la gestión del contenido generado	82.500	Vinculación indirecta accionistas a través de Boom
The Fact	Hello Media Group, S.L.U.	Año 2015	Adquisición participación	100%	Factoría de producción digital especializada en creatividad digital	37.146	parte independiente
Ad-Pure	Hello Media Group, S.L.U.	Año 2017	Compra activos	n/a	Software	115.000 más IVA	parte independiente
Pop Up Brand Content, S.L.	Media Investment Optimization, S.A.	Febrero 2019 y mayo 2021	Adquisición participación	51%	Boutique especializada en creación de contenido de marca	3	parte independiente
Clever PPC, S.L.	10% en total (4,8% a través de Media Investment Optimization, S.A.y 5,2% a través de Hashtag Media Group, S.L.	Marzo 2021	Toma de participación minoritaria	10%	Creación y optimización de campañas de Adwords para tiendas online	1.862.000	Adquiridas a NIM, socio de Media Investment
Artyco, Comunicación y Servicios, S.L.	MIO Consulting Inteligencia de Negocio, S.L.	Marzo 2021	Adquisición participación	51%	Empresa de marketing basada en datos	500.000	parte independiente
Grit And Rad	Hashtag Media Group, S.L.U	Marzo 2021	Adquisición participación	49%	Implantación de soluciones de automatización de marketing digital	151.000	parte independiente

Nota: se incluye Clever PPC, S.L. a efectos informativos, si bien se trata de la toma de posiciones de una participación minoritaria.

Fuente: DIIM de la compañía

Tal y como se puede observar, excepto en las dos operaciones realizadas en 2021, los importes de dichas adquisiciones son inmateriales. En la más elevada (EUR1.8M) la operación se ha realizado con una compra a NIM (socia de MioGroup) y mediante una compensación de créditos por lo que no ha habido salida de caja.

Como resumen, la estructura del Grupo es la siguiente (en rojo, compañías sin actividad). En este gráfico habría que añadir la última adquisición realizada en septiembre de 2021 (que opera bajo la marca Dendary) que cuelga de Media Investment Optimization, S.A.:



Fuente: DIIM de la compañía

Tecnología propia

Una de las ventajas competitivas del Grupo es la adquisición y desarrollo de tecnología exclusiva que le permite ofrecer servicios diferenciales a sus clientes y de valor añadido.

Entre las mismas destacan:

Spoon: es una tecnología propiedad del Grupo desde el año 2017 cuando adquirió los activos de Ad-Pure, compañía que había desarrollado tecnología para personalizar las campañas de marketing digital de acuerdo a eventos y que era capaz de detectar un determinado anuncio de televisión y sincronizar automáticamente campañas en soportes publicitarios en internet. La tecnología Spoon permite realizar y medir en directo campañas multicanal enfocadas a la mejora de los ratios de conversión. Dicho *software* fue desarrollado durante cinco años por parte de Ad-Pure y posteriormente, de manera interna por un año adicional.

Es decir, Spoon optimiza la inversión del cliente ya que genera estímulos de respuesta directa tras una determinada publicidad en TV. Por ejemplo, si el cliente ha contratado una campaña en el bloque publicitario situado entre las 22.00 y las 22.10, el software detectará automáticamente en qué minuto ha salido el anuncio y, en paralelo, activará una campaña online para optimizar los resultados de búsquedas en buscadores (campaña SEM en un determinado periodo de tiempo) y, además, puede crear promociones específicas online durante un periodo de tiempo para aprovechar ese aumento de tráfico derivado de la campaña. De esta manera, se puede medir el impacto real de la campaña en un breve espacio de tiempo.

En 2019 se incorpora a Spoon la capacidad de realizar modelos avanzados de atribución *online* y *offline*, para poder aportar información al cliente del retorno que las campañas de televisión y radio generan mediante la trazabilidad en el punto de venta digital o en su centro de contacto (*call center*).

mIOS: Herramienta propia desarrollada de manera interna y que funciona como un agregador de servicios que añade un motor de reglas de inteligencia de negocio. Es decir,

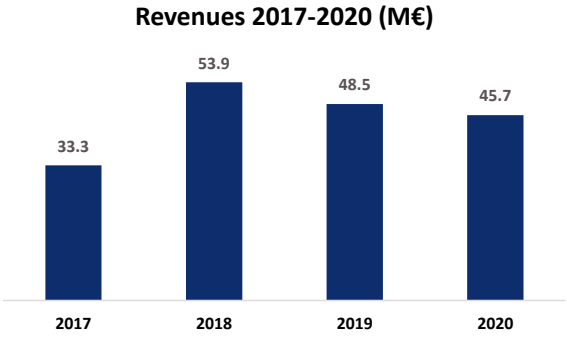
capta información de diversos medios (audiencias, búsquedas en internet, visitas a webs, *clicks* en anuncios online, perfiles de usuarios con intereses específicos…) para crear servicios de valor añadido para el cliente como por ejemplo planificación de medios (optimizando el coste en determinados espacios y horarios), gestión y *scoring* de leads (para clasificar a usuarios en función de afinidades) o enriquecimiento de audiencias

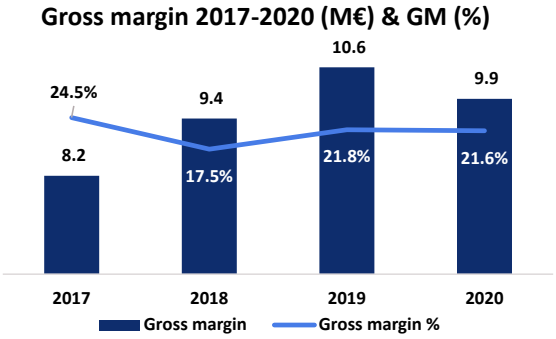
Twync: Marketplace que permite conectar a anunciantes con influencers y dinamizadores, donde éstos ceden el control de sus cuentas a MioGroup, que se encarga de actuar como intermediario para crear el contenido, auditarlo, y optimizar su publicación en función del canal, anunciante y audiencias.

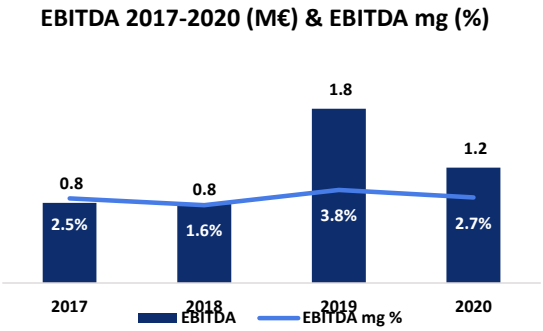
Wanasee: Es una herramienta de videollamada para incrementar la conversión web que se integra en la propia página web y que permite al cliente interesado en un producto iniciar directamente la interacción con el centro de contacto.

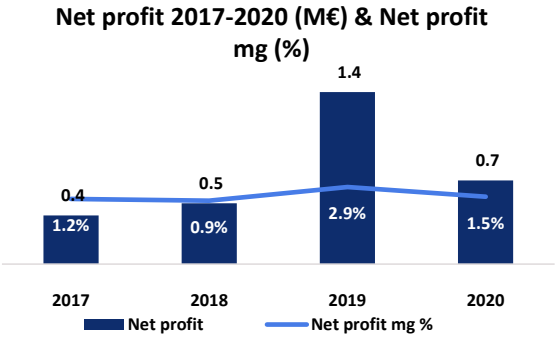
Principales métricas de la compañía

Dado el alto volumen de cambios societarios que ha realizado la compañía en los últimos años, únicamente se dispone de unas cifras consolidadas auditadas comparables desde 2018, los datos de 2017 son unos datos proforma no auditados proporcionados por la compañía para ofrecer mayor histórico.









La compañía (con sus distintas cabeceras a lo largo de los años) ha ido teniendo un crecimiento significativo (a doble dígito) durante los últimos años. Por ejemplo, Hello Media Group, S.L en 2018 aportó EUR40M de los EUR54M del total del grupo y creció durante ese año más de un 50%, a nivel grupo observamos que en 2018 la facturación creció un +66%.

La compañía viene desde 2019 tomando un rumbo estratégico basado en potenciar las actividades de negocio con mayor margen y valor añadido, reduciendo el peso de la compraventa de medios que venía realizando de manera más significativa durante los años anteriores. Esta decisión se tradujo en una caída de ingresos del -10% pero el EBITDA creció más de un 100% y el margen más que se duplicó, reflejando ese cambio en el mix de ingresos, que le permite a la compañía reducir su dependencia del negocio transaccional de

compraventa de medios, aflorar todas las capacidades del grupo y poder enfocarse en actividades con un mayor margen.

En 2020 la parálisis del mercado publicitario debido a la pandemia hizo que la actividad decayera de manera significativa. Pese a ello la compañía consiguió cerrar el año con una caída de ingresos limitada al -5.6%.

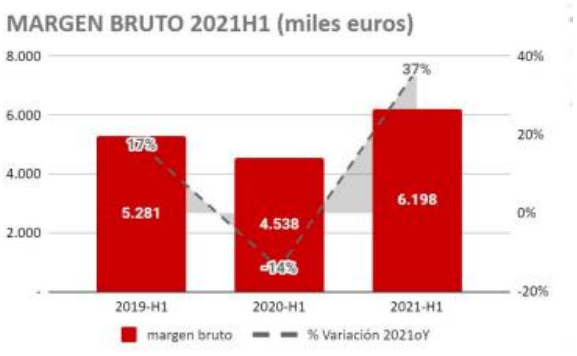
Como se ha comentado, esta caída en facturación no se ha traducido en caída de márgenes ya que tanto el margen bruto como el EBITDA han crecido tanto a nivel total como en margen, incluso en un año tan complicado como 2020, cuyas métricas se sitúan por encima de las de 2018.

La compañía es generadora neta de caja en sus actividades y cuenta con un circulante que le permite la financiación ya que su periodo medio de cobro está en torno a 30 días y el período medio de pago está en casi 60 días.

En cuanto a la deuda financiera neta, la compañía cerró 2020 con EUR0.1M. Esta cifra ha mejorado significativamente a cierre de H121 ya que la compañía cuenta con una posición neta de caja de EUR2M gracias a la reducción de la deuda bruta y al aumento de la liquidez disponible.

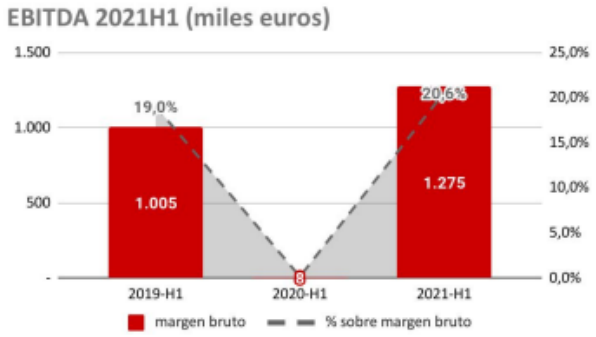
5. Resultados H1 21

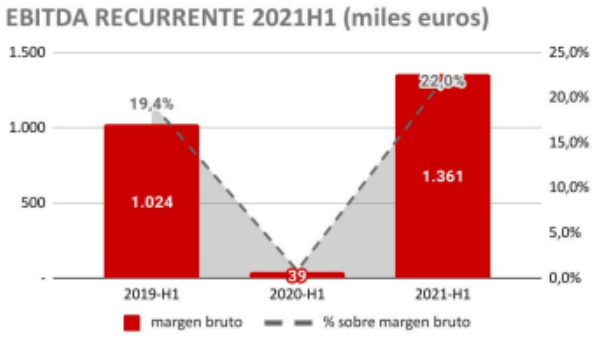
En el primer semestre de 2021 la compañía ha crecido de manera significativa con respecto a 2020 y, más importante, frente a 2019. En la siguiente tabla de la presentación de resultados de la compañía observamos las métricas de ingresos y de margen bruto. Como se ha comentado con anterioridad la compañía está haciendo un esfuerzo por potenciar las actividades con mayor margen y esto está derivando en un aumento significativo de los márgenes:



Fuente: Presentación de resultados H121

A nivel EBITDA la evolución es muy positiva con una recuperación total de los márgenes frente a 2019 (mejorando en 0.4pp). La compañía ha reportado el EBITDA recurrente ya que en 2021 ha tenido que hacer frente a gastos extraordinarios derivados principalmente de la salida a Bolsa. Dado el tipo de negocio de la compañía, con un alto peso aún de actividades con poco margen, la compañía presenta un ratio de EBITDA/margen bruto que muestra la mejora del apalancamiento operativo del grupo pasando del 19.4% en 2019 al 22% en 2021.





El resumen de los resultados es el siguiente:

MIO GROUP. POST-H1 21 RESULTS.

EURm	H1'19	H1'20	H1'21	Δ% y/y
Revenues	25.413	22.034	30.795	*39.8%*
Recurrent EBITDA	1.024	0.039	1.361	*3389.7%*
% Rec. EBITDA M.	*4.0%*	*0.2%*	*4.4%*	4.2pp

La mejora del EBITDA viene por una mejora de la operativa, una menor intermediación de medios y un incremento de servicios profesionales de consultoría con un mayor margen.

Tal y como se ha comentado anteriormente la compañía cuenta con una situación financiera saneada con EUR2M de caja neta positiva a finales de junio de 2021.

6. Análisis DAFO de la compañía

Fortalezas

- Amplio porfolio de productos
- Buena red de contactos y relaciones
- Solidez financiera
- Compañía rentable, solvente y en crecimiento
- Personal reforzado en la crisis

Debilidades

- Falta de especialización concreta dado su amplitud de servicio
- Consejo de Administración con reducida independencia

Oportunidades

- Consolidación de pequeños operadores con dificultades post-Covid
- Nuevas líneas de negocio con mayor margen
- Fondos Europeos de Recuperación Económica
- Vientos de cola sectoriales

Amenazas

- Mercado competitivo con márgenes ajustados
- Ralentización de la recuperación económica

7. Estimaciones FY 2021-2025

Cambio de paradigma sectorial

La compañía se sitúa en un punto intermedio entre las tradicionales consultoras y las agencias de medios. Estos dos sectores están viviendo unos cambios estructurales profundos que la compañía trata de aprovechar.

Estos cambios provienen de una desintermediación entre las marcas y los usuarios en un entorno de la economía digital. En un entorno tradicional la comunicación entre marcas y usuarios se producía a través de las agencias y éstas tenían un gran poder. Hoy en día esta comunicación es directa y no sólo eso sino que se produce también una "devolución" de esa comunicación por parte de los usuarios que dan opinión y crean contenido. Esto crea una cantidad ingente de datos que es medible y analizable y que, con el análisis adecuado se puede extrapolar y modelar.

En el negocio de la consultoría sucede de manera similar. Las grandes compañías vendían experiencias en clientes a otros clientes en un modelo de proyectos grandes y duraderos que no llegaban a la operativa del negocio real. Se quedaban antes de la gestión de los CRM y no traspasaban la línea de la captación, la creatividad… hoy en día estas grandes consultoras están adquiriendo compañías de este perfil más creativo pero la unión de compañías no suele ser sencilla.

Por todo ello pensamos que hay un cambio en el modelo de negocio del sector que permite a compañías como MioGroup combinar lo mejor de ambos mundos en un entorno digital y poder ofrecer a los clientes una solución integral con una aproximación más cercana que los actores tradicionales. El siguiente gráfico ilustra este posicionamiento de la compañía:

Fuente: MioGroup

Para realizar las estimaciones de la compañía nos hemos basado en varios inputs:

1. Mercado/Macro
    a. Previsiones del mercado de la Consultoría en España
    b. Previsiones del mercado de publicidad en medios en España

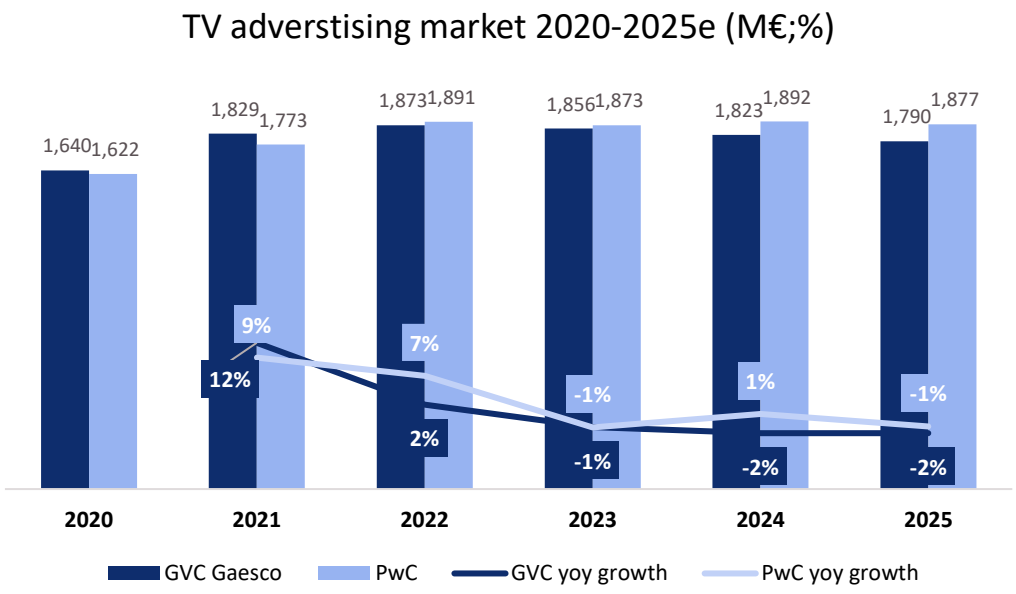
c. PIB España
2. Compañía
   a. Tasa de repetición de clientes de MioGroup
   b. Capacidad de crecimiento
   c. Crecimiento histórico

En relación al mercado de la consultoría en España, como ya se comentó en el análisis de mercado, la Asociación Española de Empresas de Consultoría publica todos los años un informe sobre la situación del sector. El último disponible con datos de 2020 muestra una estabilización de la actividad, debido al impacto del Covid-19 en el sector. Para 2021 se espera un crecimiento del c.6% en línea con el crecimiento visto en años anteriores.

En cuanto al mercado de publicidad en medios en España, la consultora PwC, en su informe anual "*Entertainment and Media Outlook 2021-2025 España*" realiza unas estimaciones sobre el mercado de la publicidad en TV. Según este estudio, la publicidad en TV crecerá de 2020 a 2025 a un CAGR del 3.0% pero sin recuperar niveles de 2019, en contra de lo que había pronosticado en su informe de 2020.

En nuestra opinión, pensamos que el mercado de la publicidad en TV no va a recuperar niveles preCovid ya que tradicionalmente en todas las crisis que ha habido, no se ha recuperado la caída inicial. Pensamos que este mercado tiene una tendencia ligeramente decreciente en el medio plazo. Estimamos un CAGR 2020-2025e del +1.8% (con caídas a partir de 2023), mientras que el informe de PwC estima un crecimiento del +3.0% anual en el período 2020-2025e (con caídas en 2025e).

En el siguiente gráfico podemos observar las diferencias entre ambas proyecciones:

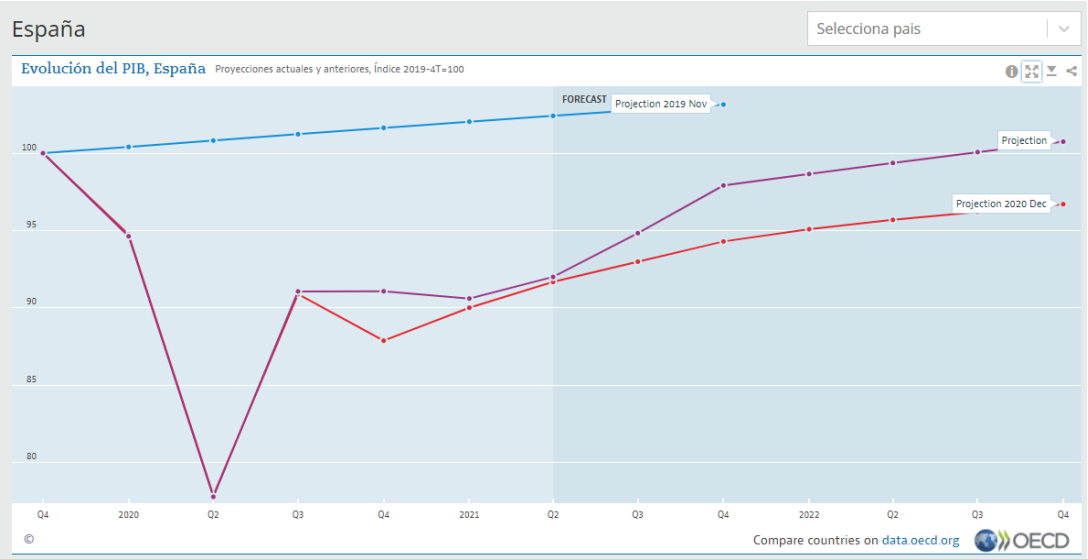


En cuanto a la publicidad Digital, la tendencia de crecimiento es clara tanto según nuestras estimaciones (+7.9% CAGR 20-25e) como según el informe de PwC (+7.1% CAGR 20-25e). En este mercado no hay duda de que el potencial de crecimiento es muy alto, sin contar con industrias derivadas como los esports, Gaming, etc.

A nivel macroeconómico, en cuanto a la recuperación del PIB español en los próximos años tras la caída de 2020, diversos organismos internacionales están proyectando cifras para nuestro país.

La OCDE actualizó en Mayo de 2021 sus perspectivas económicas mejorando su visión de España sobre la que había estimado en Diciembre de 2020 y proyectando una recuperación

de niveles de PIB precovid para finales de 2022 con un crecimiento proyectado para 2021 del 5.9% y del +6.3% para 2022.



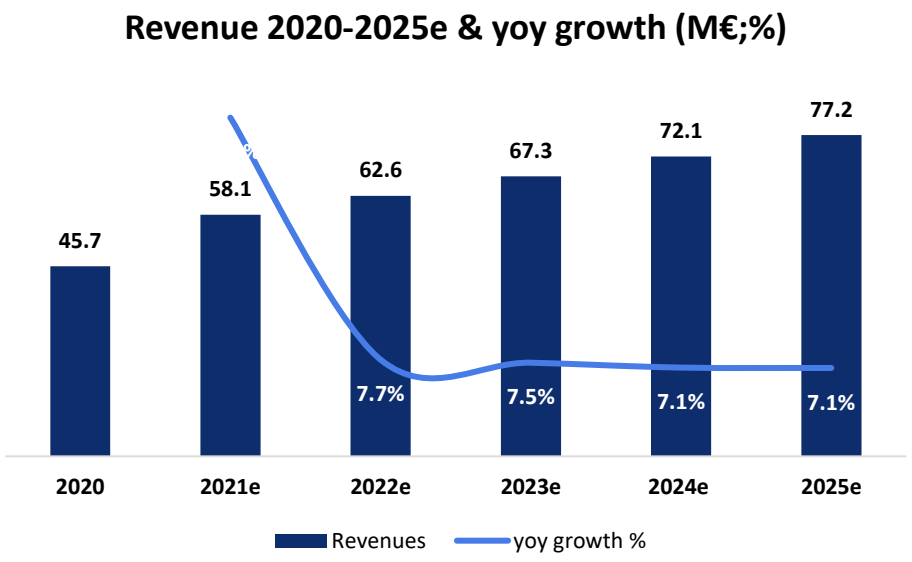
En cuanto al FMI proyecta un crecimiento para España en 2021 del +5.7% y del +6.4% para 2022, estimando una recuperación del PIB para el primer trimestre de 2023.

En relación al Banco de España, en su escenario central proyecta un crecimiento para 2021 del +6.3% y del +5.9% para 2022 y repitiendo el escenario de recuperación de niveles precovid para finales de 2022.

Podemos observar, por tanto, que a nivel sectorial las perspectivas son positivas y a nivel macroeconómico la situación del país puede favorecer un entorno en el cual las empresas destinen mayores recursos a sus presupuestos de marketing y transformación digital.

Consideramos que la compañía puede favorecerse del entorno de crecimiento que se va a producir en los próximos años tanto a nivel mercado como a nivel macro, que va a beneficiar la recuperación del sector. Adicionalmente consideramos que en una etapa post-Covid, muchas empresas querrán dar un giro estratégico a su imagen corporativa o a sus estrategias de marketing, en muchos casos ligados a un incremento del posicionamiento online y bajo el marco de la transformación digital.

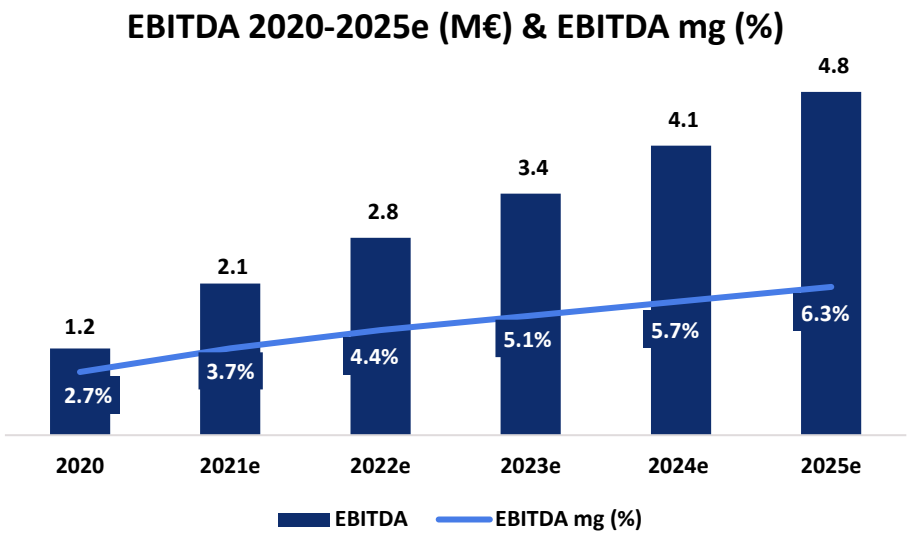
A nivel ingresos, estimamos un CAGR 20-25e del 11.1%, principalmente empujado por el área de consultoría estratégica de marketing digital (CAGR 21.8%), dado que pensamos que la compañía tiene un gran potencial en esta área, acompañado por las perspectivas sectoriales y de mercado y el cambio en el modelo de negocio que hemos presentado anteriormente.
En el segmento de la publicidad en medios de pago estimamos un CAGR 20-25e del +8.9% dado que pensamos que el sector tendrá un crecimiento notable en 2021 y 2022 pero a futuro tenderá a la estabilización, empujado por el sector de publicidad en TV (del cual estimamos un CAGR 20-25e del 1.8%) pese a la pujanza del mercado de publicidad digital (que estimamos que crecerá a un CAGR del 7.9% hasta 2025).



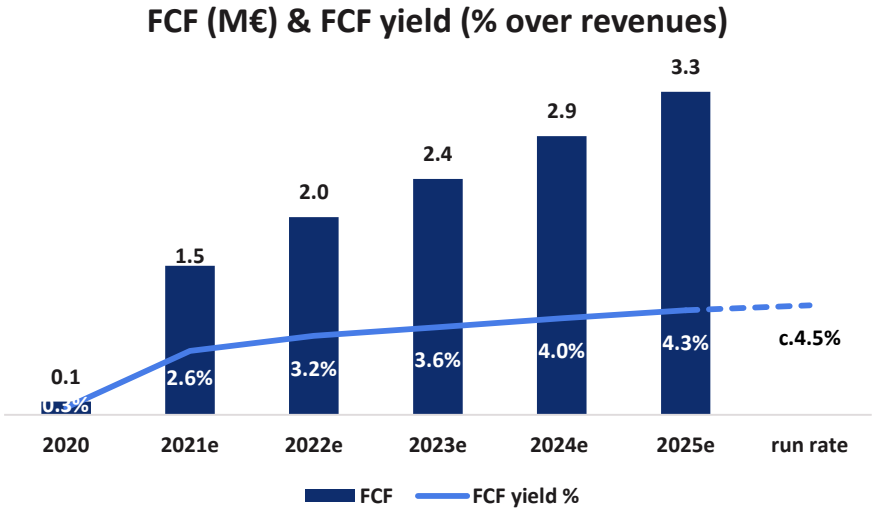
En relación al margen bruto, durante los últimos dos años la compañía ha superado con holgura el 20%, gracias al mayor peso de actividades con un mayor margen como se ha comentado anteriormente. En 2021, esta cifra frenará ligeramente su crecimiento dado el alto volumen de nuevos proyectos que la compañía está acometiendo y que, en el corto plazo, erosionan el margen hasta que finalizan dichos proyectos. Pensamos que la compañía, con el mayor peso en el mix de ingresos de las actividades de consultoría estratégica de marketing, puede alcanzar niveles del c.23% en el 2025e.

A nivel EBITDA, pensamos que la compañía puede crecer su margen EBITDA basado en dos pilares: por un lado, el apalancamiento operativo que le da tener una base de empleados muy especializada que le permitirá acometer más proyectos con ligeras subidas de costes de personal y por otro lado el mayor peso de servicios con mayor margen en el crecimiento de la compañía. Adicionalmente, dentro del cambio de paradigma del modelo de negocio de la industria que hemos explicado, la compañía podrá acometer proyectos con más margen. Consideramos que la compañía puede recuperar rápidamente los niveles reportados en 2019 (3.8%) en 2021 (3.7%) y a partir de ahí crecer hasta niveles por encima del 6% en el runrate. Este crecimiento se ve limitado por el aumento de competencia y por los limitados márgenes

con los que opera la industria, pero consideramos que niveles en torno al 6-7% son alcanzables en el medio plazo.



En relación a la caja, como se ha comentado anteriormente, la compañía es generadora de caja en sus actividades ordinarias y esperamos una mejora del FCF yield en línea con la mejora de márgenes esperada para la compañía. Esperamos que la compañía pueda alcanzar un runrate del 4.5% de FCF sobre ingresos en el medio plazo.



Esta evolución del FCF se sustenta bajo las hipótesis de un capex reducido (0.5% de ingresos, por debajo de EUR0.5M anuales, que mayoritariamente son trabajos de empleados capitalizados), una estructura de working capital que genera un impacto en caja limitado (ligeramente positivo) y unos gastos financieros reducidos (EUR0.1M) que se ven compensados por una parte de ingresos financieros por créditos a terceros.

Por tanto, consideramos que la compañía puede generar FCF positivo de manera holgada al mejorar los márgenes de su operación.

A nivel beneficio neto estimamos también un resultado positivo (al igual que los últimos años), que alcanzaría EUR3M en 2025e.

8. Equipo directivo

La compañía está dirigida por Yago Arbeloa, Presidente y Fundador del Grupo, así como Presidente del Consejo de Administración. Comenzó su carrera profesional en Sync, vendida en 2011. Es Presidente de la Asociación de Inversores y Emprendedores de Internet y miembro del comité de inversiones de Seed Rocket.

En el Consejo también se integra Francisco Jiménez-Alfaro Larrázabal, CEO del Grupo y Consejero Dominical. Profesional con más de 25 años de experiencia en el sector ocupando puestos de responsabilidad como Director General de Hello.es, Country Manager de Vocalcom en España, Director de Alianzas de NTT Europe.

Rodrigo Jiménez-Alfaro Larrazábal es Consejero Dominical no Ejecutivo, es Director Financiero de Sacyr Concesiones y cuenta con un profundo conocimiento del mundo financiero y de inversores internacionales.

La compañía cuenta además con dos Consejeros independientes que son Ignacio Calderón, Socio de Capital Privado en Tresmares Capital y cuenta con experiencia en Qualitas Equity Partners o Lazard, y por último Miriam González-Amézqueta López, miembro del Consejo de Administración de Deutsche Bank, S.A.U y socia fundadora de Alamir, empresa de asesoramiento e inversión en startups Fintech.

En la parte operativa del Grupo se encuentran profesionales con una gran experiencia en el mundo digital, del marketing y la publicidad. La compañía ha conseguido incorporar al proyecto de MioGroup a los responsables de las compañías que ha ido adquiriendo en los últimos años para poder aprovechar el talento y mantener las estructuras existentes, en la medida de lo posible.

9. Valoración

Teniendo en cuenta las hipótesis expuestas en el punto 6 del presente informe, alcanzamos una valoración de EUR10.0 por acción, con un potencial cercano al 30% sobre precios actuales. Para dicha valoración hemos utilizado una WACC del 9.0% y un g=3%.

MIO GROUP. DCF VALUATION.

CASH FLOW (EUR m)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
Sales	53.9	48.5	45.7	58.1	62.6	67.3	72.1	77.2	82.8	85.3
Adj. EBITDA	0.8	1.8	1.2	2.1	2.8	3.4	4.1	4.8	5.9	6.4
Adj. EBITDA M.	*1.6%*	*3.8%*	*2.7%*	*3.7%*	*4.4%*	*5.1%*	*5.7%*	*6.3%*	*7.1%*	*7.5%*
DDA	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.33	-0.34
EBIT	0.6	1.7	1.0	1.9	2.5	3.1	3.8	4.5	5.5	6.1
Normative Tax Rate	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPLAT	0.5	1.2	0.8	1.4	1.9	2.4	2.8	3.4	4.1	4.6
Depreciation&other provisions	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Gross Operating Cash Flow	0.7	1.4	1.0	1.7	2.2	2.6	3.1	3.7	4.5	4.9
Capex	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
Capex/sales	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	0.3%
Change in Net Working Capital	1.4	0.7	-0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
Cash Flow to be discounted	1.9	1.9	0.2	1.9	2.3	2.7	3.3	3.8	4.6	5.2
DCF VALUATION (EUR m)										
WACC				9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Discount Rate factor				1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60
Discounted Cash Flow				1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.0	
Cumulated DCF				1.9	4.0	6.3	8.9	11.5	14.5	

WACC & DCF ANALYSIS					
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%	Cumulated DCF	15	- Net Financial Debt (20)	0.1
Company Risk Factor or Beta	2.1	Perpetual Growth Rate (g)	3.0%	- Minorities (estimated value)	
Mkt Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF	5	+ Associates	
Cost of Equity (Ke or COE)	13.9%	Terminal Value at Nominal Year	88	- Pension underfunding	
Cost of Debt (gross)	2.0%	Disc. Rate of Terminal Value	0.60	- Off-balance sheet commitm.	
Debt Tax Rate	25%	Discounted Terminal Value	52		
Cost of Debt net (kd or COD)	1.5%			Equity Market Value (EUR m)	67
Target Gearing (D/E) or % Kd	40%	Financial assets	0	Number of shares (m)	6.7
% Ke	60%	**Enterprise Value (EUR m)**	**67**	**Fair Value per share (EUR)**	**10.0**
Normative Tax Rate	25.0%			Price (EUR)	7.6
WACC	**9.0%**			Potential upside (downside)	32%

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Alcanzamos un EBITDA residual de EUR6.4M con un margen del 7.5%. El EV/EBITDA residual es de 10.4x, el peso del valor terminal en la valoración asciende al 78% y el PER en 26e es de 16.4x.

La compañía no tiene deuda neta y genera caja con un 4.5% de FCF yield.

Los múltiplos implícitos en la valoración son los siguientes:

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Sales	1.2x	1.1x	1.0x	0.9x	0.9x
EV/EBITDA	31.2x	24.0x	19.6x	16.4x	13.8x
P/E	64.4x	36.2x	29.1x	24.0x	20.0x

El análisis de sensibilidad de la valoración arroja los siguientes resultados:

		Perpetuity growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
W.A.C.C.	8.0%	10.4 €	11.2 €	12.1 €	13.3 €	14.7 €
	8.5%	9.5 €	10.2 €	10.9 €	11.9 €	13.0 €
	9.0%	8.8 €	9.3 €	**10.0 €**	10.7 €	11.6 €
	9.5%	8.2 €	8.6 €	9.1 €	9.8 €	10.5 €
	10.0%	7.6 €	8.0 €	8.4 €	9.0 €	9.6 €

		Residual Adj. EBITDA M.				
		6.5%	7.0%	**7.5%**	8.0%	8.5%
WACC	8.0%	10.9 €	11.5 €	12.1 €	12.7 €	13.3 €
	8.5%	9.9 €	10.4 €	10.9 €	11.5 €	12.0 €
	9.0%	9.0 €	9.5 €	**10.0 €**	10.4 €	10.9 €
	9.5%	8.3 €	8.7 €	9.1 €	9.6 €	10.0 €
	10.0%	7.7 €	8.1 €	8.4 €	8.8 €	9.2 €

10. Comparables

Dado el gran portfolio de servicios que ofrece la compañía es difícil establecer comparables que sean homologables.

En España, Making Science sería su comparable más cercano. La compañía ha presentado unos resultados del primer semestre de 2021 en los cuales se observa un EBITDA recurrente de EUR3M. según datos proporcionados por la compañía el EBITDA LTM se sitúa en torno a EUR5M, lo que daría un EV/EBITDA actual de 45.2x.

No obstante, consideramos que la valoración realizada por fundamentales de MioGroup representa con mayor fidelidad el valor intrínseco de la compañía basado en el crecimiento orgánico de la compañía, por lo que mantenemos la valoración realizada con nuestro DCF.

11. Conclusión

MioGroup es una compañía que ha tenido un crecimiento notable en los últimos años y que ha conseguido sortear la crisis manteniendo un EBITDA y resultado neto positivos, pese al gran impacto que ha tenido la pandemia en el sector.

Asimismo, cuenta con una estructura financiera saneada sin deuda financiera neta y con un negocio que es generador de caja de manera orgánica. La necesidad de inversiones a futuro es limitada y vendrá determinada por su capacidad para ejecutar crecimiento inorgánico donde ya ha demostrado experiencia en la compra e integración de compañías.

Se integra en unos mercados con potenciales de crecimiento a futuro (consultoría y publicidad) y la reciente crisis puede actuar como catalizador para que muchas empresas revisen sus estrategias de marketing, apoyadas por los Fondos de Recuperación europeos.

La compañía cuenta con una alta tasa de renovación de clientes que le permite mejorar su visibilidad a futuro. Adicionalmente cuenta con un *management* con mucha relación con el ecosistema empresarial español, con un potente posicionamiento en redes y con mucha capacidad de captación de nuevos clientes.

El Grupo ofrece uno de los porfolios de servicios más completos e innovadores del mercado y cuenta con un abanico de soluciones para sus clientes que le permiten tener un posicionamiento en el mercado único. Además, algunos de sus competidores están pasando por dificultades financieras por efecto de la pandemia y esto puede conducir a una reducción del número de actores y aumentar las posibilidades de operaciones corporativas.

Por todo ello pensamos que existe potencial de crecimiento para la compañía tanto desde el punto de vista orgánico como inorgánico. A nivel orgánico pensamos que se producirá un aumento de la demanda de servicios relacionados con el marketing, y más en concreto con la parte digital, en los próximos años por parte de los clientes. Creemos que la estructura de la compañía y su organización interna le permitirá apalancarse operativamente y mejorar los márgenes sin necesidad de grandes incrementos de plantilla.

Desde el punto de vista inorgánico, como se ha comentado hay una gran parte del mercado de compañías de nicho y especializadas que han tenido dificultades durante el último año y pueden ser objeto de adquisición por parte del Grupo, ya sea para añadir nuevos productos o servicios, o para añadir profundidad a los ya existentes así como extender la presencia geográfica en España.

Por lo tanto, consideramos que MioGroup tiene unas perspectivas ilusionantes desde todos los puntos de vista (macro, mercado, compañía) y creemos que puede consolidarse como uno de los principales actores del sector en los próximos años.

12. ESG Focus

La compañía cuenta con un Plan de Sostenibilidad que se actualiza anualmente y en el cual se enuncian los pilares de su estrategia: trabajar para impulsar las mejores prácticas con el fin de alcanzar un cambio positivo en la sociedad y en el planeta, bajo tres palancas fundamentales: Medio Ambiente, Personas y Comunicación Responsable.

En materia de Medio Ambiente, la compañía cuenta con un edificio de oficinas con certificado de rehabilitación LEED Gold, que reconoce a las edificaciones que han incorporado criterios sostenibles y de alta eficiencia en su funcionamiento y mantenimiento. La compañía tiene diversas políticas encaminadas a impulsar el reciclaje en las oficinas reduciendo el uso de plásticos.

En materia de Personas, la compañía cuenta con un Plan de Igualdad, así como un código de conducta que promueve la ética en el trabajo. Asimismo, la compañía colabora con varias ONGs de manera directa.

En materia de Comunicación Responsable, la compañía como parte clave en el proceso de creación de contenido de sus clientes y propio, tiene unas líneas estratégicas que se basan en facilitar la comprensión de los conceptos de sostenibilidad para que sean fácilmente entendibles y asumibles por el oyente final, contribuir a la reputación corporativa con un mensaje homogéneo y creíble, incorporar la sostenibilidad en la cultura corporativa y en los proyectos a realizar y por último trabajar siempre con la máxima transparencia ante el cliente.

ESG Scorecards

Miogroup	NO	WIP	OK	Comments/Descriptions
ESG projects/activities/certifications				Sustainability Policy in the company
Materiality Matrix (GRI or Others)				n.a
Sustainability Report (CSR)				
Sustainability Plan / Defined ESG Goals				Sustainability Plan
ESG Ratings				n.a.

Source: GVC Gaesco Valores

ESG Positioning

Miogroup	Below	In line	Above	Comments/Descriptions
Environment				
GHG emission cut (CO_2 reduction)				Not defined
Water consumption				Not defined
Electricity & Power consumption				Not defined
Waste reduction				Not defined
Social				
Social engagement				Focus in the Sustainability Plan
Accident index				Focus in the Sustainability Plan
Gender Equality				Focus in the Sustainability Plan
Training / Employees satisfaction				Focus in the Sustainability Plan

Governance				
BoD composition				40% of independent, but 20% women
Top management ESG Involvement.				Strong commitmment

Source: GVC Gaesco Valores

Miogroup: SDGs

La ONU ha fijado 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS – SDG en inglés) para instar a las compañías y gobiernos a actuar sobre ellos.

Dado el tamaño de la compañía, no tiene fijados objetivos concretos en relación con estos términos. En su Plan se Sostenibilidad sí se hace una mención específica a los ODS ya que se afirma que "*reafirmamos nuestro compromiso al llamamiento universal de la Organización de Naciones Unidas de apoyo a la Agenda 2030 y sus 17 Objetivos en el Pacto de Desarrollo Sostenible*."

El grupo hace foco en objetivos como el 3, de salud y bienestar proporcionando un entorno laboral saludable con zonas de relax y espacios abiertos, el 5 de Igualdad de género, ya que hay un apartado específico en el Plan de Sostenibilidad o el 11 haciendo ciudades y comunidades más sostenibles por medio de la creación de contenido responsable.

Dado el tamaño de la compañía y dado que no hemos detectado ninguna controversia significativa en el análisis realizado, consideramos que el impacto de los aspectos ESG en la valoración de la compañía es Neutral, por lo que no varía nuestro análisis financiero.

Source: GVC Gaesco Valores

Miogroup: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Sales	**53.9**	**48.5**	**45.7**	**58.1**	**62.6**	**67.3**
Cost of Sales & Operating Costs	-53.0	-46.6	-44.5	-56.0	-59.9	-63.9
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**0.8**	**1.8**	**1.2**	**2.1**	**2.8**	**3.4**
EBITDA (adj.)*	**0.8**	**1.8**	**1.2**	**2.1**	**2.8**	**3.4**
Depreciation	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Depreciation of Right-of-Use	0	0	0	0	0	0
EBITA	**0.6**	**1.7**	**1.0**	**1.9**	**2.5**	**3.1**
EBITA (adj)*	**0.6**	**1.7**	**1.0**	**1.9**	**2.5**	**3.1**
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	**0.6**	**1.7**	**1.0**	**1.9**	**2.5**	**3.1**
EBIT (adj.)*	**0.6**	**1.7**	**1.0**	**1.9**	**2.5**	**3.1**
Net Financial Interest	-0.2	0.0	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	**0.5**	**1.7**	**1.0**	**1.4**	**2.5**	**3.1**
Tax	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.8
Tax rate	*n.m.*	*14.3%*	*28.1%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	**0.5**	**1.4**	**0.7**	**1.0**	**1.8**	**2.3**
Net Profit (adj.)	**0.5**	**1.4**	**0.7**	**1.0**	**1.8**	**2.3**

CASH FLOW (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.7	1.6	0.9	1.3	2.1	2.6
Change in Net Working Capital	1.4	0.7	-0.5	0.5	0.5	0.4
Cash Flow from Operations	**2.1**	**2.4**	**0.4**	**1.8**	**2.5**	**3.0**
Capex	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	**1.9**	**2.1**	**0.1**	**1.5**	**2.2**	**2.7**
Dividends	0.0	-0.2	-1.1	-0.9	-1.7	-2.1
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.7	-0.2	-0.5	-1.8	0.4	-0.4
Change in Net Debt	**3**	**2**	**-2**	**-1**	**1**	**0**
NOPLAT	0.5	1.2	0.8	1.4	1.9	2.4

BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Tangible Assets	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Net Intangible Assets (incl.Goodwill)	1.0	1.1	1.2	3.2	5.2	7.2
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	1.2	2.0	1.2	0.4	0.4	0.3
Total Fixed Assets	**2.8**	**3.7**	**2.9**	**4.1**	**6.1**	**8.0**
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	9.2	7.2	8.7	10.0	10.0	10.0
Other current assets	1.4	1.0	3.1	2.9	2.8	2.6
Cash (-)	-4.4	-3.9	-5.2	-9.2	-9.3	-10.2
Total Current Assets	**14.9**	**12.1**	**16.9**	**22.1**	**22.1**	**22.9**
Total Assets	**17.8**	**15.8**	**19.8**	**26.2**	**28.2**	**30.9**
Shareholders Equity	0.1	1.1	0.1	4.3	5.5	7.3
Minority	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Total Equity	**0.3**	**1.3**	**0.2**	**4.4**	**5.5**	**7.4**
Long term interest bearing debt	1.3	1.4	4.2	4.1	4.1	4.0
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Long Term Liabilities	**1.4**	**1.5**	**4.2**	**4.1**	**4.1**	**4.0**
Short term interest bearing debt	1.6	2.0	2.8	2.8	2.7	2.7
Trade payables	7.9	6.6	7.6	9.5	9.9	10.3
Other current liabilities	6.5	4.3	5.0	5.4	5.9	6.4
Total Current Liabilities	**16.0**	**12.9**	**15.4**	**17.7**	**18.6**	**19.4**
Total Liabilities and Shareholders' Equity	**17.7**	**15.7**	**19.7**	**26.2**	**28.2**	**30.9**
Net Capital Employed	**-1.0**	**1.0**	**2.0**	**2.1**	**3.0**	**4.0**
Net Working Capital	**1.3**	**0.6**	**1.1**	**0.6**	**0.1**	**-0.3**

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Sales growth	*61.5%*	*-10.0%*	*-5.6%*	*27.1%*	*7.7%*	*7.5%*
EBITDA (adj.)* growth	***-1.4%***	***120.6%***	***-33.8%***	***75.4%***	***30.1%***	***22.3%***
EBITA (adj.) growth*	*-2.5%*	*158.8%*	*-38.8%*	*87.7%*	*32.8%*	*23.8%*
*EBIT (adj)*growth*	*-2.5%*	*158.8%*	*-38.8%*	*87.7%*	*32.8%*	*23.8%*

Miogroup: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Profit growth	*25.5%*	*182.9%*	*-51.4%*	*49.6%*	*77.6%*	*24.4%*
EPS adj. growth	*25.5%*	*182.9%*	*-51.4%*	*34.0%*	*77.6%*	*24.4%*
DPS adj. growth		*n.m.*	*450.7%*	*-24.0%*	*77.6%*	*24.4%*
EBITDA (adj) margin*	*1.6%*	*3.8%*	*2.7%*	*3.7%*	*4.4%*	*5.1%*
EBITA (adj) margin*	*1.2%*	*3.4%*	*2.2%*	*3.3%*	*4.0%*	*4.7%*
EBIT (adj) margin*	*1.2%*	*3.4%*	*2.2%*	*3.3%*	*4.0%*	*4.7%*

RATIOS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Debt/Equity	n.m.	-0.3	n.m.	-0.5	-0.5	-0.5
Net Debt/EBITDA	-1.7	-0.2	1.4	-1.1	-0.9	-1.0
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	5.6	n.m.	23.2	4.1	35.4	41.8
Capex/D&A	128.8%	127.4%	109.7%	121.2%	119.9%	113.9%
Capex/Sales	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
NWC/Sales	2.4%	1.1%	2.4%	0.9%	0.2%	-0.4%
ROE (average)	-1184.6%	232.3%	109.4%	46.3%	37.6%	35.9%
ROCE (adj.)	16.3%	55.6%	27.3%	33.7%	32.8%	31.8%
WACC	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
ROCE (adj.)/WACC	1.8	6.2	3.0	3.8	3.7	3.6

PER SHARE DATA (EUR)***	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Average diluted number of shares	6.0	6.0	6.0	6.7	6.7	6.7
EPS (reported)	0.08	0.24	0.12	0.15	0.28	0.34
EPS (adj.)	0.08	0.24	0.12	0.15	0.28	0.34
BVPS	0.02	0.19	0.02	0.65	0.81	1.09
DPS	0.00	0.03	0.18	0.14	0.25	0.31

VALUATION	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
EV/Sales				0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA				22.4	17.1	13.7
EV/EBITDA (adj.)*				**22.4**	**17.1**	**13.7**
EV/EBITA				25.1	18.8	14.9
EV/EBITA (adj.)*				**25.1**	**18.8**	**14.9**
EV/EBIT				25.1	18.8	14.9
EV/EBIT (adj.)*				**25.1**	**18.8**	**14.9**
P/E (adj.)				**48.7**	**27.4**	**22.1**
P/BV				11.7	9.3	6.9
Total Yield Ratio			2.1%	3.3%	4.1%	5.0%
EV/CE				11.3	8.2	6.3
OpFCF yield				3.0%	4.4%	5.2%
OpFCF/EV				3.2%	4.7%	5.7%
Payout ratio	0.0%	14.0%	158.7%	90.0%	90.0%	90.0%
Dividend yield (gross)			2.4%	1.8%	3.3%	4.1%

EV AND MKT CAP (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Price** (EUR)				7.55	7.55	7.55
Outstanding number of shares for main stock	6.0	6.0	6.0	6.7	6.7	6.7
Total Market Cap				**50.6**	**50.6**	**50.6**
Gross Financial Debt (+)	3.0	3.5	6.9	6.9	6.8	6.7
Cash & Marketable Securities (-)	-4.4	-3.9	-5.2	-9.2	-9.3	-10.2
Net Financial Debt	**-1.4**	**-0.4**	**1.8**	**-2.3**	**-2.5**	**-3.5**
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt	**-1.4**	**-0.4**	**1.8**	**-2.3**	**-2.5**	**-3.5**
Other EV components	**-1.0**	**-1.8**	**-1.1**	**-0.3**	**-0.3**	**-0.3**
Enterprise Value (EV adj.)				**47.9**	**47.7**	**46.8**

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

** Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj)= EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj)= EBIT-/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation*

***Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years*

****EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.*

Sector: Media/Publishing

Company Description: Mio Group is a strategic marketing consulting company that offers a complete porfolio of solutions to its clients covering all the needs that the companies would have in its marketing strategy

European Coverage of the Members of ESN

Automobiles & Parts	**Mem(*)**	Kaufman & Broad	IAC	Banca Generali	BAK	Bollore	CIC
Brembo	BAK	Kering	CIC	Banca Ifis	BAK	Bureau Veritas	CIC
Faurecia	CIC	L'Oreal	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Caf	GVC
Ferrari	BAK	Lvmh	CIC	Banca Sistema	BAK	Catenon	GVC
Gestamp	GVC	Maisons Du Monde	CIC	Bff Bank	BAK	Cellnex Telecom	GVC
Indelb	BAK	Moncler	BAK	Dea Capital	BAK	Cembre	BAK
Michelin	CIC	Monnalisa	BAK	Finecobank	BAK	Clasquin	IAC
Pirelli & C.	BAK	Ovs	BAK	Mediobanca	BAK	Cnh Industrial	BAK
Plastic Omnium	CIC	Piaggio	BAK	Poste Italiane	BAK	Corticeira Amorim	CBI
Sogefi	BAK	Richemont	CIC	Rothschild & Co	CIC	Ctt	CBI
Stellantis	BAK	Safilo	BAK	**Food & Beverage**	**Mem(*)**	Danieli	BAK
Valeo	CIC	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Datalogic	BAK
Banks	**Mem(*)**	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Enav	BAK
Banca Mps	BAK	Swatch Group	CIC	Campari	BAK	Exel Industries	CIC
Banco Sabadell	GVC	Technogym	BAK	Danone	CIC	Fiera Milano	BAK
Banco Santander	GVC	Tod'S	BAK	Diageo	CIC	Fincantieri	BAK
Bankinter	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Getlink	CIC
Bbva	GVC	Ubisoft	CIC	Enervit	BAK	Global Dominion	GVC
Bnp Paribas	CIC	**Energy**	**Mem(*)**	Fleury Michon	CIC	Haulotte Group	CIC
Bper	BAK	Cgg	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Interpump	BAK
Caixabank	GVC	Ecoslops	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Inwit	BAK
Credem	BAK	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Leonardo	BAK
Credit Agricole Sa	CIC	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Logista	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Gas Plus	BAK	Nestle	CIC	Manitou	CIC
Liberbank	GVC	Gtt	CIC	Orsero	BAK	Nicolas Correa	GVC
Natixis	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Pernod Ricard	CIC	Openjobmetis	BAK
Societe Generale	CIC	Plc	BAK	Remy Cointreau	CIC	Osai	BAK
Unicredit	BAK	Repsol	GVC	Tipiak	CIC	Prima Industrie	BAK
Basic Resources	**Mem(*)**	Rubis	CIC	Vilmorin	CIC	Prosegur	GVC
Acerinox	GVC	Saipem	BAK	Viscofan	GVC	Prosegur Cash	GVC
Altri	CBI	Siemens Gamesa Re	GVC	Vranken	CIC	Prysmian	BAK
Arcelormittal	GVC	Technip Energies	CIC	**Healthcare**	**Mem(*)**	Rai Way	BAK
Ence	GVC	Technipfmc Plc	CIC	Abionyx Pharma	CIC	Rexel	CIC
Imerys	CIC	Tecnicas Reunidas	GVC	Amplifon	BAK	Saes	BAK
Semapa	CBI	Tenaris	BAK	Atrys Health	GVC	Salcef	BAK
The Navigator Company	CBI	Totalenergies	CIC	Crossject	CIC	Talgo	GVC
Tubacex	GVC	Vallourec	CIC	Diasorin	BAK	Teleperformance	CIC
Chemicals	**Mem(*)**	**Fin. Serv. Holdings**	**Mem(*)**	El.En.	BAK	Verallia	CIC
Air Liquide	CIC	Cir	BAK	Fermentalg	CIC	Vidrala	GVC
Arkema	CIC	Corp. Financiera Alba	GVC	Fine Foods	BAK	Zardoya Otis	GVC
Plasticos Compuestos	GVC	Digital Magics	BAK	Genfit	CIC	**Insurance**	**Mem(*)**
Consumer Products & Services	**Mem(*)**	Eurazeo	CIC	Gpi	BAK	Axa	CIC
Abeo	CIC	Gbl	CIC	Guerbet	CIC	Catalana Occidente	GVC
Basicnet	BAK	Peugeot Invest	CIC	Korian	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Beneteau	CIC	Rallye	CIC	Oncodesign	CIC	Generali	BAK
Brunello Cucinelli	BAK	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Orpea	CIC	Mapfre	GVC
Capelli	CIC	Wendel	CIC	Prim Sa	GVC	Net Insurance	BAK
De Longhi	BAK	**Fin. Serv. Industrials**	**Mem(*)**	Recordati	BAK	Unipolsai	BAK
Europcar	CIC	Abitare In	BAK	Shedir Pharma	BAK	**Materials, Construction**	**Mem(*)**
Fila	BAK	Dovalue	BAK	Theraclion	CIC	Acs	GVC
Geox	BAK	Nexi	BAK	Vetoquinol	CIC	Aena	GVC
Givaudan	CIC	Tinexta	BAK	Virbac	CIC	Atlantia	BAK
Groupe Seb	CIC	**Financial Services Banks**	**Mem(*)**	**Industrial Goods & Services**	**Mem(*)**	Buzzi Unicem	BAK
Hermes Intl.	CIC	Amundi	CIC	Applus	GVC	Cementir	BAK
Hexaom	CIC	Anima	BAK	Avio	BAK	Cementos Molins	GVC
Interparfums	CIC	Azimut	BAK	Biesse	BAK	Clerhp Estructuras	GVC

Eiffage	CIC
Fcc	GVC
Ferrovial	GVC
Groupe Adp	CIC
Groupe Poujoulat	CIC
Groupe Sfpi S.A.	CIC
Herige	CIC
Holcim	CIC
Maire Tecnimont	BAK
Mota Engil	CBI
Obrascon Huarte Lain	GVC
Sacyr	GVC
Saint Gobain	CIC
Sergeferrari Group	CIC
Sonae Industria	CBI
Spie	CIC
Tarkett	CIC
Thermador Groupe	CIC
Vicat	CIC
Vinci	CIC
Webuild	BAK
Media	**Mem(*)**
Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Atresmedia	GVC
Cairo Communication	BAK
Digital Bros	BAK
Gl Events	CIC
Il Sole 24 Ore	BAK
Ipsos	CIC
Jcdecaux	CIC
Lagardere	CIC
M6	CIC
Mediaset	BAK
Mediaset Espana	GVC
Nrj Group	CIC
Publicis	CIC
Rcs Mediagroup	BAK
Tf1	CIC
Vivendi	CIC
Personal Care, Drug, Grocery Stores	**Mem(*)**
Carrefour	CIC
Casino	CIC
Jeronimo Martins	CBI
Marr	BAK
Sonae	CBI
Unilever	CIC
Winfarm	CIC
Real Estate	**Mem(*)**
Almagro Capital	GVC
Igd	BAK
Lar España	GVC
Merlin Properties	GVC
Realia	GVC
Retail	**Mem(*)**
Burberry	CIC
Fnac Darty	CIC
Inditex	GVC
Unieuro	BAK
Technology	**Mem(*)**
Agile Content	GVC
Akka Technologies	CIC
Almawave	BAK
Alten	CIC
Amadeus	GVC
Atos	CIC
Axway Software	CIC
Capgemini	CIC
Cast	CIC
Esi Group	CIC
Exprivia	BAK
Gigas Hosting	GVC
Indra Sistemas	GVC
Lleida.Net	GVC
Memscap	IAC
Neurones	CIC
Reply	BAK
Sii	CIC
Sopra Steria Group	CIC
Stmicroelectronics	BAK
Tier 1 Technology	GVC
Visiativ	CIC
Vogo	CIC
Telecommunications	**Mem(*)**
Bouygues	CIC
Ekinops	CIC
Euskaltel	GVC
Ezentis	GVC
Iliad	CIC
Nos	CBI
Orange	CIC
Retelit	BAK
Telecom Italia	BAK
Telefonica	GVC
Tiscali	BAK
Unidata	BAK
Vodafone	BAK
Travel & Leisure	**Mem(*)**
Accor	CIC
Autogrill	BAK
Compagnie Des Alpes	CIC
Edreams Odigeo	GVC
Elior	CIC
Fdj	CIC
Groupe Partouche	IAC
I Grandi Viaggi	BAK
Ibersol	CBI
Int. Airlines Group	GVC
Melia Hotels International	GVC
Nh Hotel Group	GVC
Pierre Et Vacances	CIC
Sodexo	CIC
Utilities	**Mem(*)**
A2A	BAK
Acciona	GVC
Acea	BAK
Albioma	CIC
Alerion Clean Power	BAK
Audax	GVC
Derichebourg	CIC
Edp	CBI
Edp Renováveis	CBI
Enagas	GVC
Encavis Ag	CIC
Endesa	GVC
Enel	BAK
Erg	BAK
Falck Renewables	BAK
Greenalia	GVC
Hera	BAK
Holaluz	GVC
Iberdrola	GVC
Iren	BAK
Italgas	BAK
Naturgy	GVC
Red Electrica Corporacion	GVC
Ren	CBI
Snam	BAK
Solaria	GVC
Terna	BAK
Voltalia	CIC

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA — as at 14 July 2021

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvcgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvcgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	CIC	+33 1 53 48 76 52	Virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

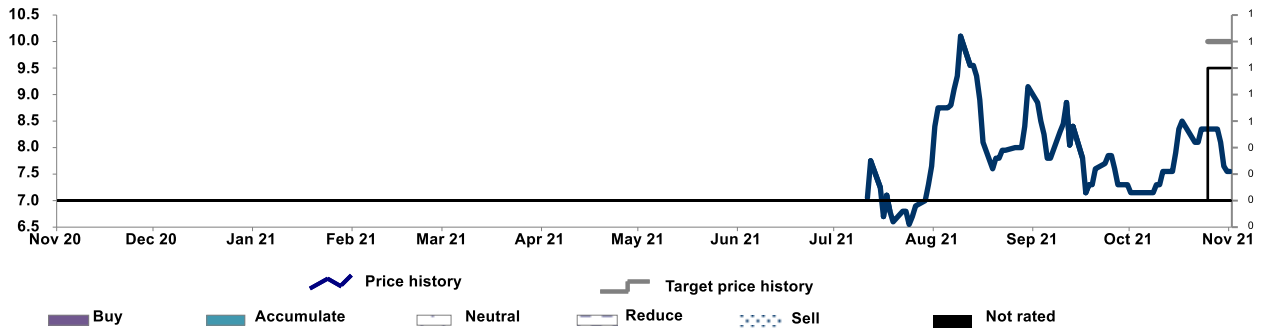
As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as **registered advisor, agent or liquidity provider** for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Eurona Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Student Properties Spain (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. ENCE Energia y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimisation SA, Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY);
- has participated and/or participates as **lead or co-lead manager** in corporate operations with the following companies: Lleidanetworks Serveis Telematics SA; ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Almagro Capital Socimi SA;
- has a **liquidity contract** as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo;
- has signed a **Corporate Brokerage agreement** that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Codere SA. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

Recommendation history for MIOGROUP

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
29-Oct-21	Buy	10.00	8.35

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.
This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.
Current analyst: Juan Peña (since 08/11/2021)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.

The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B), Accumulate (A), Neutral (N), Reduce (R) and Sell (S)**.

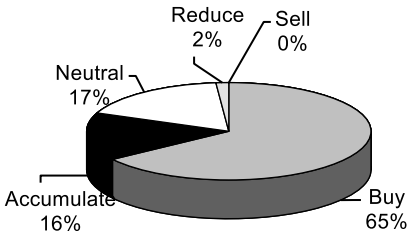
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy**: the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral**: the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce**: the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell**: the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended**: the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated**: there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website Link
Date and time of production: ***8th of November 2021 10:00 CET***
First date and time of dissemination: ***8th of November 2021 10:05 CET***

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation wmethods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website:
(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access)
or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

Banca Akros SpA
Viale Eginardo, 29
20149 Milano
Italy
Phone: +39 02 4344 4389

CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193

Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 7300

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813