

Zinkia, por fin, presenta unos resultados esperanzadores en 2011



Hace poco comenté el avance de resultados de Zinkia en 2011⁽¹⁾. Pensaba que eran unos buenos resultados ya que crecían bastante en ventas, también en EBITDA (pasa de -0,5 mill. € en 2010 a +1,7 mill. € en 2011) y el resultado neto casi cierra en terreno positivo. No obstante, también decía que estaban muy lejos de las previsiones hechas en el Documento Informativo de Incorporación al MAB (DIIM) y de la revisión de estas previsiones que se hizo unos meses después. Aunque como siempre habrá una justificación para esas desviaciones, fui muy duro con la compañía ya que no veía nada bien y me sonaba muy mal que los resultados que iban presentado se alejaran tanto de las previsiones hechas por la compañía en el documento de presentación para sacar a Zinkia a Bolsa.

La compañía se basa en un motivo muy importante para justificar que las cifras presentadas antes de salir a bolsa y las cuentas publicadas a posterior difieran tanto. Este motivo fue que la empresa no recuperó la gestión comercial en los países gestionados por otra compañía inglesa, ITV. Debió recuperarla el año que salían a bolsa y finalmente la recuperaron en abril del año pasado. ITV parece que no cumplió con su parte de ceder estos derechos, y tras un conflicto entre ambas compañías, Zinkia al final pudo recuperar esta gestión aunque con más de año y medio de retraso. Este hecho es importante y se ve reflejado en las cuentas de Zinkia si nos fijamos en el crecimiento de las ventas el año pasado. Han más que duplicado los ingresos de 2010 y eso que la gestión de los países en discordia la recuperaron en abril de 2011 y no en enero.

Por lo tanto, dejando de lado las críticas a Zinkia tras el incumplimiento de sus previsiones antes de salir a bolsa, vamos a intentar ver cuál es la situación financiera de la empresa y si puede ser o no interesante invertir en Zinkia. Vamos a mirar el presente, el pasado reciente con los resultados de 2011 y lo esperado para 2012. Las previsiones de Zinkia para los próximos años las tomaré con mucha precaución ya que dada la “alegría” con la que presentaron las anteriores prefiero



pecar de demasiado conservador a lo contrario. Esto no quita para poder aceptar un crecimiento alto a corto plazo. En 2011 las cuentas de Zinkia han experimentado ya un fuerte crecimiento, empezando a mostrarse las cuentas mucho más atractivas que las de años anteriores.

¿Qué es Zinkia?

Para empezar, lo principal es saber qué es Zinkia.

Zinkia es una compañía española especializada en **producción y gestión de marcas de entretenimiento a nivel internacional**. Centra su actividad en el mundo de la **animación** así como en **contenidos interactivos** tales como **juegos de consola y comunidades online**.

De entre todas sus marcas, destaca principalmente **Pocoyó**. También tiene otras marcas como Shuriken School, Mola Noguru, The Fishtail Saga y PlayChapas.

Por lo tanto, Zinkia crea marcas globales de entretenimiento distribuidas a través de 3 líneas negocio: estudio audiovisual, estudio interactivo y desarrollo de marca.

¿Qué contenidos tiene?

A día de hoy, Zinkia posee una biblioteca multimedia de cierta magnitud. Centrándonos sólo en Pocoyó tenemos:

- 3 temporadas con 25 capítulos por temporada de unos 7 minutos cada uno.
- Cortos para TV
- Múltiples Spots publicitarios de corta duración (6 segundos aprox.)
- Videojuegos
- CD musicales
- Mundo Online: Pocoyó World (www.pocoyo.com con más de 800.000 personas registradas)



- Aplicaciones (APPs)
 - Pocoyizador (con más de 13 millones de descargas)
 - Pocoyo TV
 - Pinta y Colorea
 - Talking Pocoyo
- Social Media
 - Web con más de 24 millones de descargas
 - Blog
 - Facebook con más de 800.000 seguidores
 - Twitter con más de 8.000 seguidores

En total, según la compañía, la inversión en contenidos asciende a 25 millones de euros aproximadamente.

A corto plazo no hay ningún gran proyecto para aumentar los contenidos. Pero para el 2013 y 2014 se tiene como grandes proyectos la cuarta temporada de Pocoyó, “Pocoyó, La Película” y la creación de un personaje femenino para la serie Pocoyó.

Lo más importante para Zinkia en lo que a los contenidos de Pocoyó se refiere es que son 100% dueños de la marca.

Modelo de negocio

Zinkia ha experimentado dos cambios muy importantes en lo que a su modelo de negocio se refiere.

Primero está el cambio natural vivido por el sector audiovisual. La producción de marcas y la gestión comercial de las marcas de entretenimiento como productos de **contenido audiovisual** ha cambiado muchísimo en pocos años. Antes, las televisiones pagaban mucho por los contenidos. A día de hoy, **las televisiones apenas pagan** o por lo menos la cuantía es muy inferior a la que se pagaba hace unos años por ejemplo por una serie de dibujos animados. Esta caída de ingresos vía TV se empieza a compensar por el **aumento de ingresos vía internet**.



Y el segundo cambio muy importante en el modelo de negocio de Zinkia es la **recuperación de la distribución internacional de Pocoyó**, anteriormente cedida en varios países a la compañía inglesa ITV, lo que le otorga una libertad operativa y de gestión que parece que está resultando muy positiva para la empresa al registrar en los primeros 9 meses (desde abril de 2011) un fuerte crecimiento en las ventas globales. Como dato relevador, es que desde abril a diciembre de 2011, se ha alcanzado una cifra de ingresos proveniente de estos países superior a la suma de los tres anteriores ejercicios. Esta nueva situación para Zinkia con la recuperación de la distribución comercial internacional de Pocoyó, le permite tener una relación directa con todos los agentes y licenciarios en cada uno de los países. Por lo tanto el futuro de los ingresos de estos países frente a los pobres resultados obtenidos hasta la fecha de la recuperación, parece que podrán continuar por lo menos durante 2012.

En definitiva, para hacer frente a la crisis que se vive durante los últimos ejercicios en el sector, se busca apoyar al **tradicional negocio de explotación** de licencias con el **nuevo y pujante mundo de los contenidos digitales**. La pequeña experiencia que lleva registrada Zinkia con Pocoyó en el mundo online, hace ser optimistas en este segmento y prever un aumento de ingresos importante por esta vía. De hecho, ya se ha visto un cambio y un aumento de ingresos vía internet muy importante en 2011. Por ejemplo, el canal de Pocoyó en YouTube está teniendo un éxito y una gran cantidad de visitas muy a tener en cuenta. Por dar algunas cifras, en EEUU en enero se vieron unos 8 millones de videos de Pocoyó en YouTube. En abril superaron con creces los 11 millones de videos (unos 375.000 videos diarios). Los ingresos por este lado, con la introducción de publicidad al inicio del episodio o del video visto en YouTube, empiezan a tener cierta relevancia con tal cantidad de visitas.

Otra vía importante para incrementar los ingresos es el **“licensing”** o la cesión de la marca para explotar en campos como el venta de ropa minorista, muñecos, etc. En este campo (venta y preventiva de derechos sobre licencias), parece que Zinkia también está firmando acuerdos muy importantes a nivel internacional. Además esta vía requiere **muy poca inversión** por parte de la compañía ya que todo o casi todo el riesgo o inversión está del lado de la empresa a quien le cede la marca para



que pueda fabricar por ejemplo un polo con el muñequito de Pocoyó. Una parte de los ingresos se la cederán a Pocoyó con lo que la rentabilidad en este negocio puede ser muy alta o baja, pero difícilmente será negativa. Dada la pequeña inversión que debe realizar Zinkia en este campo, lo normal es que los márgenes sean bastante altos lo que provocará un sustancial incremento en márgenes como el EBIT y el EBITDA de la compañía.

Generación de caja (Cash Flow)

A nivel de generación de caja, todavía no se está generando flujo de caja libre (flujo de caja operativo menos inversión en activos fijos y en circulante). Si viéramos en 2012 que empiezan a generar flujo de caja libre, creo que la situación de la compañía estaría entrando en una posición muy favorable.

Endeudamiento de Zinkia

Zinkia a día de hoy tiene una deuda neta de aproximadamente 6 millones de euros. Comparada esta deuda con el EBITDA de 2011, nos sale un ratio de 3,5 veces el EBITDA. Pero lo importante es ver cómo quedará por lo menos durante 2012. Si no la aumentara y si como parece, el EBITDA crecerá de manera importante dada la evolución registrada ya en 2011, el endeudamiento financiero quedará por el entorno de una vez el EBITDA. Este ratio sería un buen ratio y por tanto, un nivel de endeudamiento bajo, el cual no debería amenazar a la empresa.



Valoración de la compañía

Ahora, la clave está en intentar conocer cuál es el valor de Zinkia. Como sabemos, valorar es muy difícil ya que entran en juego muchos factores que no podemos controlar, muchas incertidumbres y muchos riesgos que pueden hacer variar de forma sustancial la valoración de una compañía.

Lo importante como siempre es intentar conocer los flujos futuros de caja libre, el EBITDA de los próximos años, etc. Yo suelo mirar los resultados publicados del último año, lo esperado en el año en curso y como mucho lo previsto para el año siguiente. No voy a hacer una valoración de descuento de flujos ya que tendría que intentar conocer por lo menos los flujos de caja de los próximos cinco años, lo cual me parece casi de ciencia ficción en una compañía tipo Zinkia.

Me voy a centrar en sacar el Valor Empresa de Zinkia en 2011 y en 2012 e intentar saber si está cotizando a un ratio alto vs el EBITDA (resultado operativo de la empresa o una aproximación de la generación de caja del negocio).

Con la acción de la compañía cotizando a 1,06 (cierre del 29 de mayo de 2012), la **capitalización** de la compañía es de unos **25,9 millones de euros**. Si a esta capitalización le sumamos la deuda neta (6 millones) tenemos un **Valor Empresa (VE) de 31,9 millones de euros**.

Ahora, si comparamos este VE con el EBITDA de 2011 y el esperado de 2012 veremos cómo está cotizando Zinkia. El EBITDA de 2011 fue de 1,68 millones de euros, con lo que el ratio **VE / EBITDA 2011 es de 19 veces**. Un ratio bastante alto y nada atractivo para invertir. Pero lo importante es el futuro e intentar ver cómo está este ratio en 2012, 2013, etc.

Yo me voy a quedar en 2012. Prefiero no ir mucho más allá. Las previsiones de la compañía es de obtener un EBITDA para 2012 de 7 millones de euros. Dada la historia reciente de sus previsiones y las desviaciones tan grandes que ha habido, yo no voy a tomar esta previsión como buena y me voy a quedar a mitad de camino. En 2011 ya el EBITDA creció en 2,2 millones de euros. Zinkia prevé que el EBITDA en 2012 crezca en 5,3 millones de euros (llegando a los 7 mill. € desde los



1,68 mill. en 2011). Yo voy a estimar que suma 3,3 millones de euros, quedando en los 5 millones de euros el EBITDA en 2012 en vez de en los 7 millones que dice la compañía. Creo que va a ser fundamental conocer los resultados del primer semestre del año para ir ajustando esta cifra. Veremos con estos resultados si la empresa finalmente quedará más cerca de los 5 millones de euros que estimo yo o si por el contrario, cerrará el año cerca o por encima de los 7 millones que estima Zinkia. Por tanto, **con mis cifras, en 2012 el VE / EBITDA sería de 6,4 veces**. Un ratio mucho mejor que el de 2011 y que podría llegar a ser interesante para invertir en Zinkia. Si ya nos fuéramos a 2013 y tomáramos una cifras cercanas a las previstas por la compañía, la valoración sería más que atractiva. Pero me voy a quedar en 2012. Prefiero ir poco a poco con el “riesgo” a perderme una subida de la acción. Creo que los resultados del primer semestre de 2012 como he comentado van a ser muy importantes para ver si realmente Zinkia ha pisado el acelerador del crecimiento y del aumento de los beneficios y así para poder afirmar que comprar acciones por el entorno de 1 euro por acción es una buena inversión.

Zinkia	2011	2012e
Precio acción	1,06 €	1,06 €
Nº Acciones	24,46	24,46
Capitalización	25,92 €	25,92 €
Deuda Neta	6,00 €	6,00 €
Valor Empresa (VE)	31,92 €	31,92 €
EBITDA	1,68 €	5,00 €
BN	-0,08 €	1,60 €
VE / EBITDA	18,96	6,38
PER		16,20
Deuda Neta / EBITDA	3,56	1,20

Notas:

- (1) <http://juanst.com/wp-content/uploads/2012/04/Zinkia-presenta-unos-buenos-resultados-en-2011-pero-a-a%C3%B1os-luz-de-lo-previsto-antes-de-salir-al-MAB.pdf>