

Medios TV

31 de julio de 2020

	TL5	A3M
Recomendación	Mantener	Infraponderar
Precio Objetivo	4,39 EUR	2,58 EUR
Precio cotización	2,82 EUR	2,37 EUR
Potencial	+56%	+9%

La crisis del Covid-19 dejará huellas duraderas en el sector

Analista financiero

Ana Gómez Fernández

Datos bursátiles TL5

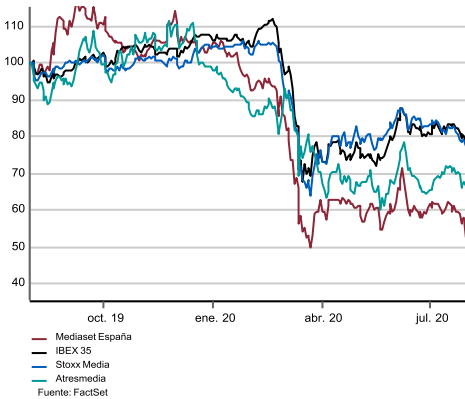
Market Cap. (mln de euros)	933
Nº acciones (mln)	327
Free Float	36%
Beta	0,94
Rango 52 semanas (EUR/acc)	2,62 - 6,30
Vol. Medio Diario 6 meses	0,79 mln acc
Rating (perspectiva)	-

Accionistas: Silvio Berlusconi (50,2%).

Datos bursátiles A3M

Market Cap. (mln de euros)	535
Nº acciones (mln)	226
Free Float	39%
Beta	0,66
Rango 52 semanas (EUR/acc)	2,06 - 4,00
Vol. Medio Diario 6 meses	0,54 mln acc
Rating (perspectiva)	-

Accionistas: Planeta Corporación (41,7%), Bertelsmann (19,2%) y Brandes Investment (3,1%).



Evolución	TL5 vs		A3M vs	
	TL5	IBEX	A3M	IBEX
1 Día	-9,0%	-6,1%	-1,0%	1,9%
1 Mes	-14,3%	-11,1%	1,8%	5,1%
2020	-50,2%	-23,4%	-32,0%	-5,3%
1 año	-47,3%	-25,2%	-33,2%	-11,1%

Consenso Analistas	Comprar	Mantener	Vender
	TL5	18%	53%
A3M	16%	58%	26%

Fuente: Factset.

Fortísimo impacto del Covid-19 en la inversión publicitaria...

El mercado publicitario retrocedió durante el 1T20 un -10%: TV -12%, radio -18% y digital -2%. En el 2T20 la caída fue del -54%: TV -50%, radio -48% y digital -24%. De cara al 2S20 recogemos una recuperación muy lenta y gradual, que dependerá de la aparición e intensidad de los rebrotes, así como de la vuelta o no de las restricciones a la movilidad. De esta forma, el impacto en el conjunto del año sería del -20,5% para la TV, del -21% para la radio y -6,5% para digital.

...con secuelas a medio plazo en TV y radio

La crisis del coronavirus ha acelerado tendencias de cambio de hábitos y consumo que advertíamos como dinámicas de más largo plazo y que se suman a un mercado publicitario para TV y radio que ya venía deteriorándose. Es por ello que nuestras previsiones a 2023e quedan, para TV y radio, un ~10% por debajo de las estimaciones previas al estallido de la pandemia. Tanto en el caso de TL5 como en el de A3M, existe margen para seguir flexibilizando la estructura de costes, pero consideramos que existe riesgo de deterioro en la calidad del contenido y, por derivada, las cifras de audiencia.

Mediaset España. Mantener, P.O. 4,39 eur/acc

Rebajamos nuestra previsión de ingresos hasta los 787 mln eur en 2020e (-17% i.a.), con una recuperación del +10%e en 2021, mientras que para el periodo 2022-25 asumimos una caída promedio del -0,5% anual recogiendo las peores perspectivas para el sector a medio plazo. Esperamos que los gastos operativos puedan encontrarse en el rango 600-620 mln eur en 2020e, llevando al EBITDA a situarse en los 177 mln eur (-38% vs 2019), equivalente a un margen del 22,5%. A medio plazo consideramos un margen EBITDA promedio en torno al 22-23%. Para la valoración, empleamos un DCF 2020-25e, aplicando una WACC del 9,4% y una g de 0%. Llegamos a un P.O. de 4,39 eur/acc que supone un potencial del 56%. Teniendo en cuenta que los riesgos continúan sesgados a la baja y la incertidumbre en torno al procedimiento judicial sigue siendo elevada, a pesar del potencial de revalorización, reiteramos nuestra recomendación de Mantener, a la espera de mayor visibilidad.

Atresmedia. Infraponderar, P.O. 2,58 eur/acc

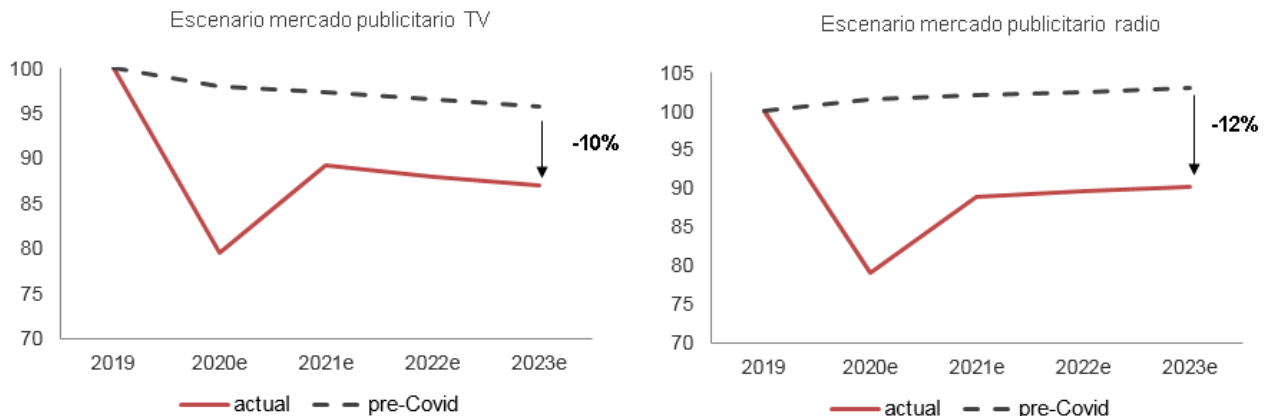
Revisamos nuestras estimaciones de ingresos 2020e: audiovisuales -19% i.a. y radio -22%, haciendo que en agregado lo hagan en un -19% hasta los 841 mln eur. Para 2021 prevemos una recuperación de los ingresos del +11% y para el periodo 2022-25 asumimos estabilidad de ingresos con el negocio digital y la producción y distribución de contenidos compensando las peores perspectivas del mercado publicitario de TV y radio. En cuanto a los gastos de explotación, esperamos que se contengan en un 13% hasta un rango de 740-750 mln eur 2020e. De esta forma el EBITDA 2020 R4e se situaría en los 95 mln eur (-48% vs 2019), equivalente a un margen del 11%. A medio plazo consideramos un margen EBITDA promedio del 14%. Para la valoración, empleamos un DCF 2020-25e, aplicando una WACC del 7,3% y una g de 0%. Llegamos a un P.O. de 2,58 eur/acc (vs 4,48 eur/acc anterior) que ofrece un potencial del +9%. Teniendo en cuenta que los riesgos están sesgados a la baja, el potencial nos parece insuficiente para mantener la recomendación anterior, que rebajamos a Infraponderar.

Fuerte impacto de la crisis del Covid-19 en la inversión publicitaria

El mercado publicitario retrocedió durante el 1T20 un -10% vs 1T19 según Indoadex, recogiendo apenas dos semanas de estado de alarma. Por medios, **TV -11,7%, radio -17,7% y digital -2,1%**. Durante el mes de **abril el retroceso del mercado fue del -50% i.a., con TV -63%, radio -57% y digital -28%**, mientras que en mayo ha sido del -51%: **TV -61%, radio -56% y digital -31%** y en junio del -27,5%: **TV -27%, radio -32% y digital -13%**.

Nuestras previsiones para lo que queda de año recogen una **recuperación muy lenta y gradual**. En cualquier caso, dependerá de la aparición e intensidad de los rebotes, así como de la vuelta o no de las restricciones a la movilidad. De este modo, **el impacto en el conjunto del año sería del -20,5% para la TV** (vs -2% pre-pandemia) y del **-21% para la radio** (vs +2% pre-Covid) y del **-6,5% para digital** (vs +10% pre-pandemia).

Para 2021 estimamos una **recuperación del +14% para el mercado publicitario total, que sería del +12% para TV, del +13% para radio y del +5% para digital**. Creemos que la crisis del coronavirus **ha acelerado las tendencias de cambio de hábitos y consumo de la población que advertíamos como dinámicas de más largo plazo y que se suman a un mercado publicitario para TV y radio que ya venía deteriorándose**. Por ello, de cara a los **próximos años prevemos que continúe el peor comportamiento**. Así, **nuestros escenarios actuales a 2023e quedan un 10% y un 12% por debajo de las estimaciones que barajábamos antes del estallido de la pandemia, para TV y radio respectivamente**.



El principal riesgo es que **la debilidad de la inversión publicitaria se prolongue y/o intensifique**, posibilidad que reflejamos empleando un **crecimiento a perpetuidad del 0%**.

Mediaset España

Resumimos a continuación el estado actual de la **fusión entre Mediaset Spa (MS) y Mediaset España**.

Recordamos que la operación fue **aprobada en las respectivas JGA** celebradas en sept-19 pero **Vivendi**, con una participación del ~30% en Mediaset Spa (aunque con el ~10% de los derechos de voto), **votó en contra e inició procedimientos judiciales** en España, Holanda e Italia para impugnar los acuerdos alcanzados relativos al acuerdo de fusión. Los juzgados de Italia y Holanda dieron luz verde a la fusión y estábamos a la espera de la resolución de los juzgados españoles. Sin embargo, el estallido de la pandemia también ha supuesto un **retraso adicional en los procedimientos judiciales** con motivo de la declaración del Estado de Alarma en nuestro país. Además, el pasado 8 de junio, **Vivendi interpuso otra demanda impugnando los acuerdos aprobados en la JGA de Mediaset España** del 5 de febrero relativos a la fusión y solicitando la **adopción de medidas cautelares**.

Finalmente el **Tribunal de Madrid ha suspendido el proceso de fusión al desestimar la solicitud de TL5 para levantar las medidas cautelares**. Por otro lado, recientemente el **tribunal de Ámsterdam** ha anunciado que **pronunciará su decisión el 1 de septiembre** y que la operación **deberá esperar hasta entonces**. Mediaset Italia ha emitido un comunicado reivindicando la **necesidad de un operador televisivo paneuropeo** en el actual contexto económico y que **presentará próximamente los detalles de su nuevo proyecto de desarrollo internacional**.

El canje establecía que cada accionista de Mediaset Spa recibiría una acción de MFE y cada accionista de Mediaset España recibiría 2,33 acciones de MFE, lo que **supuso valorar TL5 a 6,28 eur/acc (a precios del jun-19) y a 3,55 eur/acc (a los niveles actuales)**.

Todo lo anterior nos hace pensar que **la volatilidad del valor va a seguir siendo elevada**, por un lado con **posible salida de papel de aquellos accionistas que valoraban favorablemente la fusión** y, por otro lado, por la **incertidumbre y falta de estrategia en momentos tan inciertos como los actuales tras muchos meses en stand-by**.

Revisamos el modelo de TL5 con el fin de realizar una valoración por DCF. **Rebajamos nuestra previsión de ingresos hasta los 787 mln eur en 2020e (-17% i.a.)**. Para **2021** preveemos una **recuperación del +10%** hasta los 868 mln eur, mientras que para el periodo **2022-25** asumimos una **caída promedio del -0,5%** anual recogiendo las **peores perspectivas para el sector a medio plazo**.

Estimación ingresos

(mlns eur)	2019	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%	2024e	%	2025e	%
Total ingresos	946	787	-16,8%	868	10,3%	856	-1,4%	850	-0,7%	847	-0,3%	847	0,0%
Ingresos Netos Public.	876	702	-19,8%	780	11,0%	766	-1,8%	757	-1,1%	752	-0,7%	749	-0,3%
Ingresos Br. Publicidad	916	734	-19,9%	815	11,1%	801	-1,7%	792	-1,1%	786	-0,7%	783	-0,3%
Com. Y desc.	-40	-31	-21,9%	-35	12,3%	-35	-1,3%	-34	-1,4%	-34	-1,0%	-34	-0,1%
Otros ingresos	70	85	21,5%	88	3,7%	90	2,3%	93	2,8%	95	2,7%	98	3,2%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Para adaptarse a este adverso contexto de mercado, en la conferencia de resultados 1T20 la compañía anunció **ahorros de 50-55 mln eur para el periodo 2T20 + parte de julio** (incluyendo los ahorros de la Eurocopa que se ha pospuesto a 2021). Teniendo en cuenta la incertidumbre existente sobre la evolución de la pandemia durante el 2S20, esperamos que para 2020e los **gastos operativos** puedan encontrarse en el rango 600-620 mln eur. De esta forma el **EBITDA 2020 R4e** se situaría en los **177 mln eur** (-38% vs 2019), equivalente a un **margen del 22,5%** (vs 30% en 2019 y 28% en 2018). La **estructura de costes sigue ofreciendo margen**, pero entendemos que puede encontrarse **próxima a su suelo** y podría llegar a **resentirse la calidad del contenido y, por derivada, las cifras de audiencia**. A medio plazo consideramos un margen EBITDA promedio en torno al 22-23%.

Estimación EBITDA

(mlns eur)	2019	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%	2024e	%	2025e	%
Ingresos	946	787	-16,8%	868	10,3%	856	-1,4%	850	-0,7%	847	-0,3%	847	0,0%
Gastos operativos	662	610	-7,9%	646	5,9%	649	0,5%	653	0,5%	656	0,5%	659	0,5%
EBITDA	284	177	-37,6%	222	25,2%	207	-6,8%	197	-4,5%	191	-3,1%	188	-1,5%
margen EBITDA	30%	22%	-7 pp	26%	3 pp	24%	-1 pp	23%	-1 pp	23%	-1 pp	22%	0 pp

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Valoración

Valoramos TL5 por medio de un **descuento de flujos de caja 2020-25e**, aplicando una **WACC del 9,4%** y un **crecimiento a perpetuidad del 0%**. Alcanzamos así un **valor empresa de 1.458 mln eur** que, descontando una deuda neta a mar-20 de 19 mln eur, nos lleva a alcanzar un **precio objetivo de 4,39 eur/acc**, que representa un potencial del +56%. Teniendo en cuenta que los **riesgos para el mercado publicitario TV están sesgados a la baja** y la **incertidumbre en torno al proceso de fusión** ha aumentado sustancialmente tras unos meses de *stand-by*, a pesar del potencial de revalorización, **reiteramos nuestra recomendación de Mantener**, a la espera de mayor visibilidad.

VALORACIÓN MEDIASET ESPAÑA						
Valoración a	jul-20					
Mediaset España (mln eur)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	158	202	187	178	172	169
Impuestos (EBIT x t)	-35	-45	-41	-39	-38	-37
Dotación amortización	19	19	19	19	19	19
Caja de operaciones	142	177	165	158	153	151
Inversión en activo circulante	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Inversión en Inmovilizado	-12	-13	-13	-13	-13	-13
Cash Flow Libre	119	153	142	134	130	127
Cash Flow descontado	115	135	114	99	87	78
Valor residual						1.352
Valor residual descontado						830

Valoración de los fondos propios (mlns eur)	
Valor actual flujos explícitos 2020-25e	628
Valor actual residual	830
VALOR DE EMPRESA	1.458
Deuda neta mar-20	19
Valor teórico de los recursos propios	1.439
Nº acciones efectivas	327
Valor teórico objetivo TL5 (eur/acc)	4,39
Cotización	2,82
Potencial a precio objetivo	56%

Fuente: Renta 4 Banco

		Tasa descuento WACC				
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
Crecimiento a perpetuidad (g)	-0,5%	4,52	4,38	4,25	4,14	4,03
	0,0%	4,70	4,54	4,39	4,27	4,15
	0,5%	4,89	4,71	4,55	4,41	4,28

Fuente: Renta 4 Banco

Atresmedia

Revisamos a la baja nuestras estimaciones de ingresos audiovisuales hasta 785 mln eur en 2020e (-19% i.a.) recogiendo: TV -21%e, digital -5%e, producción y distribución de contenidos -13%e y la partida de otros -8%e. Los ingresos de **Atresmedia Radio** retrocederían un -13% hasta los 72 mln eur. **En agregado los ingresos mostrarían una caída del -18% hasta los 848 mln eur.** Para 2021 preveemos una **recuperación de los ingresos del +11%** hasta los 939 mln eur: audiovisual +10% y radio +13%. Para el periodo **2022-25** asumimos **estabilidad de ingresos** con el negocio digital y la producción y distribución de contenidos compensando las peores perspectivas del mercado publicitario de TV y radio.

Estimación ingresos

(mlns eur)	2019	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%	2024e	%	2025e	%
Total ingresos	1.039	841	-19%	931	11%	927	-1%	925	0%	927	0%	930	0%
Audiovisual	965	785	-19%	867	10%	862	-1%	859	0%	861	0%	864	0%
Publicidad TV	782	619	-21%	687	11%	673	-2%	662	-2%	655	-1%	649	-1%
Publicidad Digital	48	45	-5%	48	5%	50	5%	53	5%	56	6%	60	6%
Prod. y Distr. de contenidos	96	84	-13%	99	17%	104	5%	108	4%	112	4%	117	4%
Otros Ingresos	39	36	-8%	33	-8%	35	5%	36	4%	38	3%	39	3%
Radio	83	65	-22%	73	13%	73	1%	74	1%	75	1%	75	1%
Eliminaciones	-9	-9	-1%	-9	0%	-9	0%	-9	0%	-9	0%	-9	0%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

En cuanto a los **gastos de explotación**, los resultados 2T20 han puesto de manifiesto la flexibilidad y rapidez a la hora de actuar del equipo directivo, con una contención de los gastos del 35%. De cara al resto del año, durante la conferencia la compañía anunció que espera que las **medidas implantadas se traduzcan en ahorros por importe de 100 mln eur**, en línea con nuestras previsiones. Por ello, esperamos que **los gastos operativos** se sitúen en un rango de 740-760 mln eur 2020e. De esta forma el **EBITDA 2020 R4e** se situaría en los **95 mln eur** (-48% vs 2019), equivalente a un **margen del 11%** (vs 18% en 2019). Al igual que en el caso de Mediaset España, venimos insistiendo en que la **estructura de costes se estaría situando próxima a su suelo** y podría llegar a **resentirse la calidad del contenido y las cifras de audiencia**. A medio plazo consideramos un margen EBITDA promedio del 14%.

Estimación EBITDA

(mlns eur)	2019	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%	2024e	%	2025e	%
Ingresos	1.039	841	-19%	931	11%	927	-1%	925	0%	927	0%	930	0%
Gastos operativos	855	746	-13%	803	8%	800	0%	799	0%	801	0%	804	0%
EBITDA	184	95	-48%	128	35%	127	-1%	126	-1%	126	0%	126	0%
Margen EBITDA	18%	11%	-6,4 pp	14%	2,5 pp	14%	-0,1 pp	14%	-0,1 pp	14%	0,0 pp	14%	0,0 pp

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Valoración

Valoramos A3M por medio de un **descuento de flujos de caja 2020-25e**, aplicando una **WACC del 7,3%** y un **crecimiento a perpetuidad del 0%**. Alcanzamos así un valor empresa de 769 mln eur que, descontando una deuda neta a dic-20 de 185 mln eur, nos lleva a alcanzar un **precio objetivo de 2,58 eur/acc** (vs 4,48 eur/acc anterior), que representa un **potencial del +9%**. Teniendo en cuenta que los **riesgos están sesgados a la baja**, el potencial nos parece insuficiente para mantener nuestra recomendación anterior, que rebajamos a **Infraponderar**.

VALORACIÓN ATRESMEDIA						
Valoración a	jul-20					
Atresmedia (mln eur)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	80	111	110	109	109	109
Impuestos (EBIT x t)	-18	-24	-24	-24	-24	-24
Dotación amortización	15	17	17	17	17	17
Caja de operaciones	77	103	102	102	102	102
Inversión en activo circulante	0	0	0	0	0	0
Inversión en Inmovilizado	-29	-33	-32	-32	-32	-33
Cash Flow Libre	48	71	70	69	69	69
Cash Flow descontado	46	64	59	55	51	47
Valor residual						653
Valor residual descontado						446

Valoración de los fondos propios (mlns eur)	
Valor actual flujos explícitos 2020-25e	322
Valor actual residual	446
VALOR DE EMPRESA	769
Deuda financiera neta dic-20	185
Valor teórico de los recursos propios	583
Nº acciones efectivas	226
Valor teórico objetivo A3M (eur/acc)	2,58
Cotización	2,37
Potencial a precio objetivo	9%

Fuente: Renta 4 Banco

Crecimiento a perpetuidad (g)	Tasa descuento WACC				
	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
-0,5%	2,71	2,57	2,44	2,33	2,23
0,0%	2,89	2,73	2,58	2,45	2,34
0,5%	3,10	2,91	2,74	2,59	2,46

Fuente: Renta 4 Banco

Cuenta de pérdidas y ganancias

Mediaset España

Cuenta de Pérdidas y Ganancias grupo:

(mlns eur)	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%
Ingresos netos publicitarios	921	-0,8%	876	-4,9%	702	-19,8%	780	11,0%	766	-1,8%	757	-1,1%
Otros ingresos	60	-10,9%	70	15,9%	85	21,5%	88	3,7%	90	2,3%	93	2,8%
Total Ingresos	982	-1,5%	946	-3,6%	787	-16,8%	868	10,3%	856	-1,4%	850	-0,7%
Gastos operativos	-708	-3,6%	-662	-6,4%	-610	-7,9%	-646	5,9%	-649	0,5%	-653	0,5%
EBITDA	274	4,5%	284	3,5%	177	-37,6%	222	25,2%	207	-6,8%	197	-4,5%
Margen EBITDA %	27,9%		30,0%		22,5%		25,5%		24,1%		23,2%	
Amortización del inmovilizado	-17	1,2%	-19	12,2%	-19	0,0%	-19	0,7%	-19	-0,8%	-19	-0,4%
EBIT	257	4,7%	264	2,9%	158	-40,3%	202	28,2%	187	-7,3%	178	-4,9%
Margen EBIT %	26,2%		27,9%		20,1%		23,3%		21,9%		21,0%	
Resultado financiero	-2	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	-1	n.r.	-1	0,0%	-1	0,0%
Resultado Participaciones	10	n.r.	6	n.r.	6	n.r.	3	n.r.	3	0,0%	3	0,0%
EBT	266	7,4%	270	1,6%	163	-39,6%	204	25,2%	189	-7,3%	180	-4,9%
Impuestos sobre beneficios	-65	30,4%	-57	-12,9%	-35	-37,7%	-44	25,2%	-41	-7,3%	-39	-4,9%
Bº Neto antes de minoritarios	200	1,6%	213	6,4%	128	-40,1%	160	25,2%	148	-7,3%	141	-4,9%
Bº Neto	200	1,5%	211	5,4%	128	-39,5%	160	25,2%	148	-7,3%	141	-4,9%
Margen Neto %	20,4%		22,3%		16,2%		18,4%		17,3%		16,6%	

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, datos compañía.

Atresmedia

Cuenta de Pérdidas y Ganancias grupo:

(mlns eur)	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%
Total Ingresos	1.042	-0,9%	1.039	-0,3%	841	-19,1%	931	10,7%	926	-0,5%	924	-0,2%
Gastos operativos	855	0,6%	855	0,0%	746	-12,7%	803	7,6%	800	-0,4%	799	-0,1%
EBITDA	187	-7,4%	184	-1,7%	95	-48,5%	128	35,0%	126	-1,1%	126	-0,7%
Margen EBITDA %	18,0%		17,7%		11,3%		13,7%		13,7%		13,6%	
Amortización del inmovilizado	-19	5,3%	-20	4,7%	-15	-22,7%	-17	10,7%	-17	-0,5%	-17	-0,2%
EBIT	168	-8,6%	164	-2,4%	80	-51,6%	111	39,6%	110	-1,2%	109	-0,7%
Margen EBIT %	16,2%		15,8%		9,5%		11,9%		11,9%		11,8%	
Resultado financiero	-3	64,2%	-7	109,9%	-3	-54,9%	-3	-9,3%	-3	2,0%	-3	0,0%
EBT	164	-7,0%	157	-4,4%	77	-51,2%	108	41,6%	107	-1,3%	106	-0,8%
Impuestos sobre beneficios	-31	-10,1%	-39	25,2%	-9	-76,4%	-17	87,0%	-17	-2,0%	-17	-1,2%
Bº Neto	133	-6,3%	118	-11,3%	67	-42,8%	91	35,4%	90	-1,1%	90	-0,7%
Margen Neto %	12,8%		11,3%		8,0%		9,8%		9,7%		9,7%	

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Cifras Clave Mediaset España

Valoración:

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio cotización	5,49	5,66	2,82		
Market Cap (mln de euros)	1.798	1.853	923	923	923
Deuda Neta (mln de euros)	-166	-29	114	267	418
EV (mln de euros)	1.631	1.883	1.037	1.191	1.341
Nº acciones (mln)	327	327	327	327	327
BPA (EUR/acc)	0,61	0,65	0,39	0,49	0,45
DPA (EUR/acc)	0,31	0,00	n.d.	n.d.	n.d.
Pay-Out Ratio	50,6%	0,0%	n.d.	n.d.	n.d.
P/E	9,0x	8,8x	7,2x	5,8x	6,2x
P/VC	2,0x	2,0x	1,0x	1,0x	1,0x
FCF Yield	10,8%	10,8%	12,9%	16,6%	15,3%
Dividend Yield	5,6%	0,0%	n.d.	n.d.	n.d.
EV/Ventas	1,7x	2,0x	1,3x	1,4x	1,6x
EV/EBITDA	6,0x	6,6x	5,9x	5,4x	6,5x
EV/EBIT	6,4x	7,1x	6,6x	5,9x	7,2x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
FCF	194	200	119	153	142
Capex	4	-48	-12	-13	-13
Variación Fondo de Maniobra	-27	-7	-11	-11	-11

P&L:

(mln de euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ventas	982	946	787	868	856
EBITDA	274	284	177	222	207
Amortización	-17	-19	-19	-19	-19
EBIT	257	264	158	202	187
Bº neto atribuido	200	211	128	160	148
Bº neto ajustado	200	211	128	160	148

Performance:

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
ROE	22,2%	23,1%	14,0%	17,5%	16,2%
ROCE	21,3%	21,9%	13,1%	16,7%	19,7%
Margen EBITDA	27,9%	30,0%	22,5%	25,5%	24,1%
Margen EBIT	26,2%	27,9%	20,1%	23,3%	21,9%
Margen Neto	20,4%	22,3%	16,2%	18,4%	17,3%
DN/Equity	-18,4%	-3,2%	12,4%	29,2%	45,6%
DN/EBITDA	-0,6x	-0,1x	0,6x	1,2x	2,0x
FCF/Ventas	19,8%	21,1%	15,2%	17,6%	16,5%
Capex/Ventas	-0,4%	5,1%	1,5%	1,5%	1,5%
Capex/Amortización	-22,9%	251,0%	61,5%	67,3%	66,9%

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, datos compañía.

Cifras Clave Atresmedia

Valoración:

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio cotización	4,36	3,52	2,37		
Market Cap (mln de euros)	985	795	535	535	535
Deuda Neta (mln de euros)	235	204	185	189	193
EV (mln de euros)	1.220	999	720	724	728
Nº acciones (mln)	226	226	226	226	226
BPA (EUR/acc)	0,59	0,52	0,30	0,40	0,40
DPA (EUR/acc)	0,50	0,45	0,00	0,32	0,32
Pay-Out Ratio	84,9%	86,1%	0,0%	80,0%	80,0%
P/E	7,4x	6,7x	7,9x	5,9x	5,9x
P/VC	2,3x	1,8x	1,1x	1,0x	1,0x
FCF Yield	11,6%	13,7%	8,9%	13,3%	13,1%
Dividend Yield	11,5%	12,8%	0,0%	13,7%	13,5%
EV/Ventas	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA	6,5x	5,4x	7,6x	5,7x	5,8x
EV/EBIT	7,2x	6,1x	9,0x	6,5x	6,6x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
FCF	115	109	48	71	70
Capex	-42	-40	-29	-33	-32
Variación Fondo de Maniobra	-5	-5	0	0	0

P&L:

(mln de euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ventas	1.042	1.039	841	931	926
EBITDA	187	184	95	128	126
Amortización	-19	-20	-15	-17	-17
EBIT	168	164	80	111	110
Bº neto	133	118	67	91	90

Performance:

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
ROE	31,6%	26,9%	13,3%	17,4%	16,7%
ROCE	17,2%	16,1%	7,8%	10,9%	10,8%
Margen EBITDA	18,0%	17,7%	11,3%	13,7%	13,7%
Margen EBIT	16,2%	15,8%	9,5%	11,9%	11,9%
Margen Neto	12,8%	11,3%	8,0%	9,8%	9,7%
DN/Equity	55,9%	46,6%	36,7%	36,1%	35,7%
DN/EBITDA	1,3x	1,1x	2,0x	1,5x	1,5x
FCF/Ventas	11,0%	10,5%	5,7%	7,6%	7,5%
Capex/Ventas	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%
Capex/Amortización	224,4%	204,1%	194,4%	194,4%	194,4%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso	Potencial Revalorización	RPD 20e
Mediaset España SA*	327	2,82	923	Mantener	4,39	55,8%	n.d.
Atresmedia SA*	226	2,37	535	Infraponderar	2,58	9,1%	0,0%
ProSiebenSat.1 Media SE	233	9,63	2.244	Mantener	12,00	24,6%	4,8%
Mediaset S.p.A.	1.181	1,53	1.801	Infraponderar	1,55	1,6%	0,0%
Vivendi SA	1.186	22,01	26.093	Sobreponderar	27,50	24,9%	2,7%
RTL Group S.A.	155	28,64	4.432	Mantener	34,00	18,7%	6,4%
PROMEDIO						22,5%	2,8%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 20e	PER 21e	Cto. BPA 19-21e	PEG 20e	PEG 21e	ROE 20e	P/Vc 20e
Mediaset España SA*	7,2x	5,8x	-13,0%	n.r.	n.r.	14,0%	1,0x
Atresmedia SA*	7,9x	5,9x	-12,0%	n.r.	n.r.	13,3%	1,1x
ProSiebenSat.1 Media SE	10,0x	7,1x	-10,6%	n.r.	n.r.	16,7%	1,7x
Mediaset S.p.A.	25,4x	14,3x	-20,8%	n.r.	n.r.	2,7%	0,7x
Vivendi SA	21,2x	17,9x	-6,6%	n.r.	n.r.	7,9%	1,7x
RTL Group S.A.	10,3x	8,1x	-15,0%	n.r.	n.r.	11,7%	1,2x
PROMEDIO	13,7x	9,8x	-13,0%	n.r.	n.r.	11,0%	1,2x

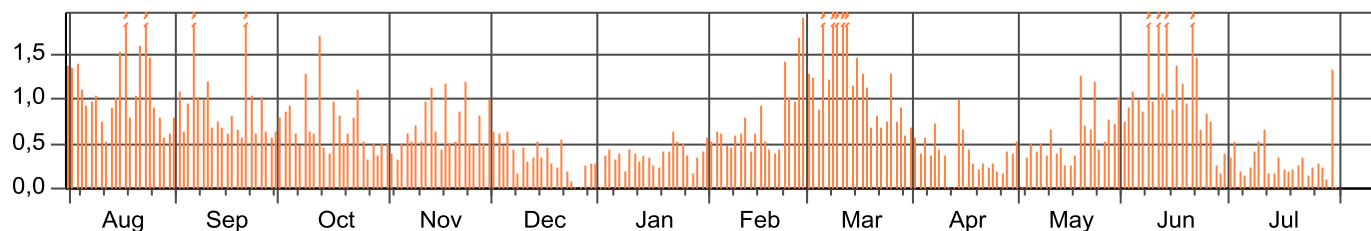
Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	EV/EBITDA 20e	EV/EBITDA 21e	Cto. EBITDA 19-21e	Margen EBITDA 20e	EVG 20e	EVG 21e	DN/EBITDA 20e
Mediaset España SA*	5,9x	5,4x	-11,6%	22,5%	n.r.	n.r.	0,6x
Atresmedia SA*	7,6x	5,7x	-16,6%	11,3%	n.r.	n.r.	2,0x
ProSiebenSat.1 Media SE	6,8x	5,6x	-4,8%	17,2%	n.r.	n.r.	3,4x
Mediaset S.p.A.	13,8x	7,0x	-2,7%	9,3%	n.r.	n.r.	5,9x
Vivendi SA	12,7x	11,4x	6,2%	14,4%	2,1x	1,8x	1,4x
RTL Group S.A.	4,9x	4,3x	-11,6%	16,9%	n.r.	n.r.	0,3x
PROMEDIO	8,6x	6,5x	-6,9%	15,3%	n.r.	n.r.	2,3x

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2020	1 año
Mediaset España SA*	-9,0%	-11,9%	-14,3%	-13,9%	-50,2%	-47,3%
Atresmedia SA*	-1,0%	-4,9%	1,8%	0,3%	-32,0%	-33,2%
ProSiebenSat.1 Media SE	-2,9%	-0,2%	-9,0%	5,3%	-30,8%	-16,1%
Mediaset S.p.A.	0,3%	-0,3%	-3,7%	-17,8%	-42,7%	-42,0%
Vivendi SA	-1,9%	-6,0%	-3,6%	11,7%	-14,8%	-12,0%
RTL Group S.A.	-2,8%	-2,9%	0,5%	-5,9%	-34,9%	-36,0%
IBEX 35	-2,9%	-5,3%	-3,2%	1,1%	-26,7%	-22,1%

Evolución cotización últimos 12 meses Mediaset España



©FactSet Research Systems

GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

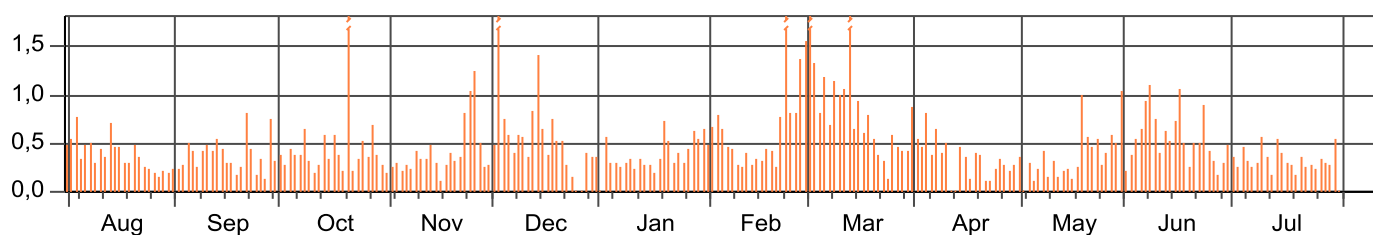
PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

Evolución cotización últimos 12 meses Atresmedia



©FactSet Research Systems

GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4 Banco, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 Banco no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante de Renta 4 Banco o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Renta 4 Banco puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

El grupo Renta 4 presta servicios al emisor y/o accionista significativo del emisor percibiendo honorarios por sus servicios profesionales.

Los empleados de Renta 4 Banco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 Banco. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. Ana Gómez Fernández

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 48% Sobreponderar, 42% Mantener y 10% Infraponderar.