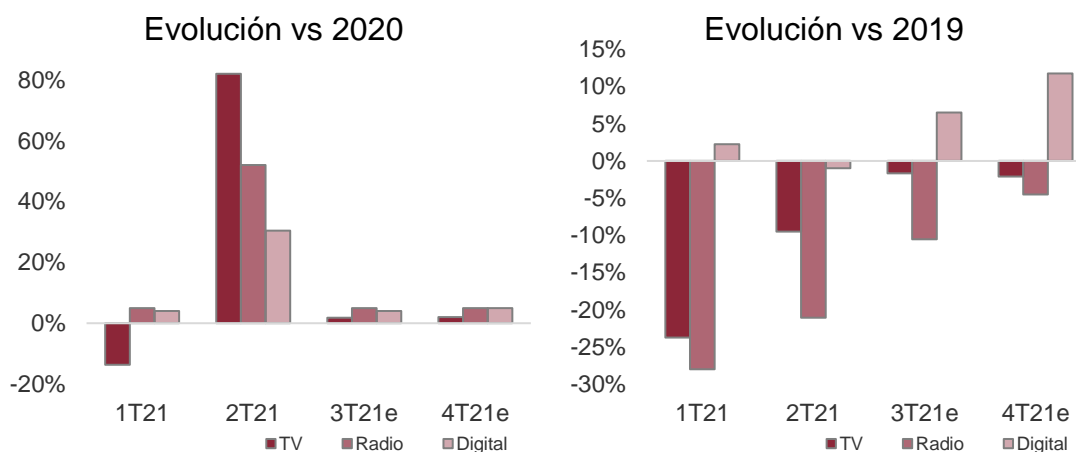


Medios TV previo 2T21: intensa recuperación en 1S21, que se moderará a lo largo del 2S21. Revisamos estimaciones.

Viernes, 23 de julio de 2021

Ana Gómez Fernández

La inversión publicitaria ha mostrado un fuerte crecimiento durante el 2T21, aunque todavía por debajo de los niveles previos al estallido de la pandemia. Una vez conocidos los datos de Infoadex del mes de junio, la recuperación del **mercado publicitario TV ha sido del +82% en el 2T21** (vs +78% R4e), haciendo que en el conjunto del año sea del +22,9%, todavía -16% vs 1S19. En lo que respecta a **Radio, la recuperación ha sido algo menor, del +52%**, en línea con nuestra previsión, por lo que en el acumulado del año asciende al +15%, que supone seguir -24% vs 1S19. Por su parte, **Digital ha mostrado un avance del +30,4% en el 2T21** (vs +26,5% R4e) y del +20% en 1S21 recuperando ya los niveles pre-Covid. Teniendo en cuenta que la ventajosa comparativa interanual se suaviza en 2S21, esperamos que para el **conjunto de 2021 el avance de la inversión publicitaria TV sea del +10,4%**, para **Radio del +9,4%** y del **+10,3% en Digital**.




La recuperación de la inversión publicitaria durante el 2T21 ha sido muy fuerte teniendo en cuenta la **fácil comparativa interanual desde marzo/abril**, aunque quedando todavía muy por debajo de los niveles de 2019 (pre-Covid). Teniendo en cuenta la **evolución durante el 1S21** (TV +23%, radio +15%, digital +20), la **comparativa más exigente durante 2S21** y que la **visibilidad continúa siendo limitada**, apuntamos a una **recuperación de la inversión publicitaria TV en 2021 del +10,4%** seguida de un **2022 en el que continuará parte de la tracción de recuperación +2,0%**. En el caso de **Radio** la recuperación sería del **+9,4% en 2021**, con un 2022 +2,0%. Por su parte **Digital +10,3% en 2021** y +8,0% en 2022, recuperando ya este año los niveles de 2019, previos al estallido de la pandemia.

Previo de Resultados

En este contexto, **revisamos nuestras estimaciones mejorando las previsiones de ingresos para A3M y TL5** ante una mejor evolución en lo que llevamos de año y asumiendo como **escenario base** que tras la fuerte recuperación de 2021, que continuará parcialmente durante 2022, el **mercado publicitario de TV y Radio volverá a presentar decrecimientos de dígito simple bajo**, muestra de los retos a los que se sigue enfrentando el sector de la mano del crecimiento de las plataformas digitales y los cambios de hábito de los consumidores, solo **parcialmente compensado por el mejor desempeño del segmento Digital y de la Producción y Distribución de contenidos**. La **eficiente gestión de la estructura de gastos** ya demostrada tanto por A3M y TL5 han permitido que también **revisemos al alza nuestras previsiones de EBITDA**. Todo lo anterior resulta en una **mejora de precio objetivo del ~20%** (A3M en 4,08 eur/acc y TL5 en 5,53 eur/acc), que implica un potencial de revalorización del +12% en el caso de **Atresmedia**, insuficiente para mejorar nuestra recomendación, por lo que reiteramos **MANTENER** y del +7% para **Mediaset España**, que nos lleva a rebajar nuestra recomendación hasta **MANTENER** (vs Sobreponderar anterior).

	A3M	TL5
Precio objetivo antiguo	3,42	4,51
Precio objetivo nuevo	4,08	5,53
Var. %	19,3%	22,6%
Cotización	3,65	5,19
Potencial a P.O.	11,9%	6,7%

A3M publica resultados 2T21 el jueves 29 de julio antes de la apertura del mercado y celebrará la conferencia a las 13:00h. P.O. 4,08 eur/acc. Mantener.

ATRESMEDIA 						Mantener				
(mín de euros)	2T20	2T21 R4e	Var % R4e	2T21e consenso	Var % consenso	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021e consenso	Var % consenso
Ingresos	151,5	248,5	64%	252,5	67%	866,3	949,4	10%	969,0	12%
Audiovisual	140,2	230,2	64%			807,9	883,9	9%		
Radio	13,7	20,8	52%			67,0	73,9	10%		
Eliminaciones	-2,4	-2,4	0%			-8,6	-8,4	-3%		
EBITDA	6,9	56,6	724%	52,5	664%	74,3	152,3	105%	157,0	111%
Margen EBITDA	4,5%	22,8%	18,3 pp	20,8%	16,3 pp	8,6%	16,0%	7,5 pp	16,2%	7,6 pp
EBITDA proforma	6,9	56,6	724%	52,5	664%	110,8	152,3	37%	157,0	42%
Margen EBITDA proforma	4,5%	22,8%	18,3 pp	20,8%	16,3 pp	12,8%	16,0%	3,3 pp	16,2%	3,4 pp
EBIT	2,0	50,3	2374%		-100%	40,1	128,8	221%	138,0	244%
EBIT proforma	2,0	50,3	2374%		-100%	92,0	128,8	40%	138,0	50%
Beneficio neto	1,0	37,2	3762%		-100%	23,8	90,6	281%	101,0	325%
Crec. Mercado Publicitario TV	-50,1%	77,8%				-18,4%	10,4%			
Crec. Merc. Publicitario Radio	-48,2%	51,8%				-22,9%	9,4%			

* Consenso 2021e: mediana de estimaciones de 9 contribuciones de Factset

Principales cifras:

- ▶ Preveamos que los **ingresos audiovisuales avancen +64% R4e**, principalmente por la **recuperación de la publicidad TV (+73,4% R4e)** después del fuerte impacto de la pandemia durante el 2T20, aunque mostrando un peor desempeño relativo por la emisión de la Eurocopa por parte de Mediaset España. En **Radio**, preveamos un **comportamiento en línea con el del mercado +52% R4e**. De esta forma los **ingresos mostrarían un crecimiento del +64% R4e durante el trimestre** (+67% según la previsión de consenso).
- ▶ También esperamos un **fuerte aumento de los gastos** (+33% R4e y +38% de consenso), aunque **claramente inferior al crecimiento de los ingresos**. De esta forma y en línea con lo ya adelantado por A3M en las últimas CC, preveamos que **la mitad del crecimiento de los ingresos se traslade a nivel EBITDA**. Esto nos lleva a esperar un EBITDA de 56,6 mln eur (vs 52,5 mln eur de consenso), equivalente a un margen del 22,8%, no visto desde el 2T18.
- ▶ De cara a la **conferencia** (jueves a las 13:00h) estaremos pendientes de: 1) **perspectivas de cara a 2S21** y 2) **reiteración del objetivo de que el 50% de la mejora de los ingresos se traslade al EBITDA**.

Previo de Resultados

Revisamos estimaciones y precio objetivo

- ▶ Aprovechamos para **revisar nuestras estimaciones** de 2021 y a medio plazo, después de un inicio de año con una **recuperación más intensa de lo inicialmente esperada**, reflejo de la rápida adaptación de los presupuestos publicitarios al levantamiento de restricciones y reapertura económica.
- ▶ En cualquier caso, **la visibilidad sigue siendo limitada** y adoptamos una **visión prudente de cara a 2S21**. Nuestro escenario base es de **fuerte recuperación para 2021, aunque A3M presentaría un peor desempeño relativo** por la pérdida de cuota causada por la Eurocopa (que ha retransmitido Mediaset España). De esta forma esperamos que en 2021 A3M alcance **949 mln eur de ingresos** (ligeramente por debajo de los 969 mln eur que espera el consenso). Además, consideramos razonable esperar que **la recuperación se prolongue durante 2022**. En cualquier caso, nuestra **previsión a medio plazo es prudente en ingresos** (estables / cayendo ligeramente), esperando que el mercado publicitario de TV y Radio vuelva a presentar decrecimientos de dígito simple bajo, **parcialmente compensados por el mejor desempeño de Digital y de la Producción y Distribución de contenidos**.
- ▶ En cuanto a la **estructura de gastos**, esperamos que en 2021 éstos avancen un +5% (vs +10% de los ingresos) de tal forma que **la mitad de la mejora de los ingresos se traslade a nivel EBITDA**, en línea con lo adelantado por la compañía. Así, esperamos que el EBITDA alcance los 152 mln eur en 2021, ligeramente por debajo de la previsión de consenso de 157 mln eur. Cabe recordar que en el 4T20 la compañía realizó un **plan de jubilaciones anticipadas** cuya provisión estuvo cercana a los ~35 mln eur. A **medio plazo** esperamos que la **estructura de gastos se mueva acorde a la evolución del mercado**, por lo que prevemos **cierta estabilidad del margen EBITDA en la zona de 16,5%**.
- ▶ Esperamos que este año la compañía **recupere su política de remuneración al accionista** (*pay-out* del 80%), en línea con los mensajes que ha transmitido su equipo directivo a lo largo del año y que supondría un **DPA con cargo al resultado de 2021 de 0,32 eur/acc según nuestras estimaciones**.

Previo de Resultados

	2021e	2022e	2023e
Ingresos Antiguo	946	945	948
Ingresos Nuevo	949	972	973
Var. %	0,4%	2,9%	2,6%
Ebitda Antiguo	134	133	133
Ebitda Nuevo	152	156	159
Var. %	13,7%	17,3%	19,9%
Margin Ebitda Antiguo (%)	14,2%	14,1%	14,0%
Margin Ebitda Nuevo (%)	16,0%	16,0%	16,4%
Var. (p.p.)	1,9	2,0	2,4
Bº neto Antiguo	86	85	85
Bº neto Nuevo	91	94	97
Var. %	5%	11%	14%
Precio objetivo antiguo	3,42		
Precio objetivo nuevo	4,08		
Var. %	19,3%		

- ▶ Alcanzamos un **P.O. de 4,08 eur/acc** (vs 3,42 eur/acc anterior), que supone un **potencial de revalorización del +12%**. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** a pesar de que la cotización ha corregido un **-15/20% desde máximos**, teniendo en cuenta que nuestro **escenario cauto de cara a la recuperación en 2S21 y 2022** y los retos que persisten a medio plazo.

TL5 publica resultados 2T21 el miércoles 28 de julio a cierre de mercado y celebrará la conferencia a las 18:00h. P.O. 5,53 eur/acc. Mantener.

MEDIASET.es						Mantener				
(mín de euros)	2T20	2T21 R4e	Var % R4e	2T21e consenso	Var % consenso	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021e consenso	Var % consenso
Ingresos	145,4	240,8	66%	240,1	65%	836,7	890,1	6,4%	896,6	7,2%
Ingresos Netos Publicidad	119,6	216,8	81%	223,1	87%	729,3	807,0	11%	810,0	11%
Otros Ingresos	25,8	24,0	-7%	17,0	-34%	107,4	83,1	-23%	86,6	-19%
EBITDA	32,4	60,5	87%	60,5	87%	252,8	267,0	5,6%	269,0	6,4%
Margen EBITDA	22,3%	25,1%	2,9 pp	25,2%	2,9 pp	30,2%	30,0%	-0,2 pp	30,0%	-0,2 pp
EBIT	27,3	54,5	99%	56,0	105%	230,8	246,3	6,7%	247,7	7,3%
Beneficio neto	21,3	42,3	99%	47,9	125%	178,8	190,6	6,6%	196,8	10,1%
Crec. Mercado Publicitario TV	-50,1%	77,8%		83,5%		-5,8%	10,4%		11,5%	

* Consenso: mediana de estimaciones de 12 contribuciones

Principales cifras:

- ▶ Esperamos un **fuerte crecimiento de los ingresos** en el trimestre (+66% hasta los 241 mln eur, en línea con el +65% que espera el consenso) gracias a la **recuperación del mercado publicitario** y a un **mejor comportamiento relativo** gracias a la **Eurocopa** y a la incorporación de **Be a Lion** (adquirida en septiembre).
- ▶ Asimismo, prevemos que los **gastos aumenten considerablemente** (+60% R4e y +59% de consenso), por el **esfuerzo en parrilla**, así como la retransmisión de la Eurocopa. En cualquier caso, el **crecimiento sería inferior al de los ingresos**. De esta forma esperamos que el EBITDA del 2T21 sea de 60,5 mln eur (en línea con la previsión de consenso), equivalente a un margen del 25,1%.
- ▶ De cara a la **conferencia** (miércoles a las 18:00h) estaremos pendientes de: 1) **escenarios de recuperación** de cara a 2S21 y 2022, 2) **orientación sobre la evolución del Opex** y 3) avances sobre los **planes de constitución de un player paneuropeo**.

Previo de Resultados

Revisamos estimaciones y precio objetivo

- ▶ Nuestro **escenario central** es el mismo que para A3M, sobre la base de un **1S21 más fuerte de lo esperado**, gracias a la **elevada sensibilidad del mercado publicitario al levantamiento de restricciones y reapertura económica**. Aunque por este mismo motivo la **incertidumbre sigue siendo elevada** y adoptamos una visión prudente de cara a 2S21 y 2022.
- ▶ En el caso concreto del TL5 esperamos una **mayor cuota** con la consecuente mejor evolución que el mercado gracias a la **retransmisión de la Eurocopa**. Es por ello que esperamos que los **ingresos de TL5 en 2021 alcancen los 890 mln eur** (vs 897 mln eur de consenso). Al igual que en el caso de A3M esperamos que la **tracción de la recuperación se extienda a 2022**, aunque nuestra **hipótesis a medio plazo sigue siendo prudente en ingresos** (estables / cayendo ligeramente), esperando que el mercado publicitario de TV vuelva a presentar decrecimientos de dígito simple bajo, **parcialmente compensados por el mejor desempeño de la partida de “otros ingresos”**.
- ▶ Preveemos que el **avance de los gastos operativos sea superior que en el caso de A3M, creciendo un +7%** en el conjunto del año, **similar a la previsión de crecimiento de los ingresos** y resultando por tanto en un **margen EBITDA estable en la zona del 30%**. Esto nos lleva a esperar un EBITDA de 267 mln eur (vs 269 mln eur de consenso).
- ▶ Otro de los focos de interés está en la **constitución de un *player* paneuropeo**, proyecto en el que la compañía ha seguido trabajando a pesar de que el año pasado la **oposición de Vivendi pusiera fin a la fusión por canje de acciones entre Mediaset Spa y Mediaset España** bajo el nombre de MediaForEurope (MFE) anunciado en jun-19. En este sentido, el pasado mes de mayo se conocía que **Mediaset Spa y Vivendi habían alcanzado un acuerdo para poner fin a sus disputas legales**, que se remontan cinco años atrás. Como parte del acuerdo, **Vivendi venderá a lo largo de los próximos cinco años su participación en Mediaset Spa a través de Simon Fiduciaria** (del 19%), mientras que la **mitad de su participación directa (9,6%) podría ser adquirida por Fininvest** (holding de Berlusconi), haciendo que la participación de Vivendi pase a situarse en un 5%. En este contexto **se facilitaría un nuevo intento de fusión**, aunque el proceso se alargaría en el tiempo. En esta misma línea y con el objetivo de **reforzar su estrategia paneuropea** Mediaset España cuenta ya con una **participación del 13,18% del capital de ProSieben**.
- ▶ Por último, recordamos que hace apenas un mes la compañía **amortizó las 14,3 mln acciones en autocartera**, pero no habrá **vuelta al reparto de dividendos**, teniendo en cuenta el entorno de mercado más competitivo.

Previo de Resultados

	2021e	2022e	2023e
Ingresos Antiguo	866	857	850
Ingresos Nuevo	890	912	906
Var. %	2,8%	6,4%	6,6%
Ebitda Antiguo	237	224	213
Ebitda Nuevo	267	270	259
Var. %	12,6%	20,4%	21,7%
Margen Ebitda Antiguo (%)	27,4%	26,1%	25,1%
Margen Ebitda Nuevo (%)	30,0%	29,6%	28,6%
Var. (p.p.)	2,6	3,4	3,6
Bº neto Antiguo	171	160	151
Bº neto Nuevo	191	194	185
Var. %	11%	21%	23%
Precio objetivo antiguo	4,51		
Precio objetivo nuevo	5,53		
Var. %	22,7%		

- ▶ Alcanzamos un **P.O. de 5,53 eur/acc** (vs 4,51 eur/acc anterior), que supone un **potencial de revalorización del +7%**. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** ante la falta de potencial y teniendo en cuenta que nuestro escenario cauto de cara a la recuperación en 2S21 y 2022 y los retos que persisten a medio plazo.

Previo de Resultados

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 Grupo Renta 4, 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 Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 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. Grupo Renta 4 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.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

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 del Grupo Renta 4 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. El Grupo Renta 4 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.

Grupo Renta 4 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.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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 Grupo Renta 4. 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.

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

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

Departamento de Análisis

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: 64% Sobreponderar, 30% Mantener y 6% Infraponderar.