

Sector: Media

*La presión sobre los ingresos continúa y la creación de MFE nos provoca dudas. Bajamos a Vender.*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 1.948 M€  
 Último: 5,95 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 327 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 5,09€ / 7,15€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TL5 MC / TL5 SM

Principales cifras*	3T19	3T18	Est.**	Var. a/a
Ingresos	178,3	188,6	179,0	-5,5%
Costes operativos	137,3	154,0		-10,8%
EBITDA	41,0	34,5	36,6	18,8%
Margen EBITDA	23,0%	18,3%		
EBIT	36,0	29,4		22,4%
Margen EBIT	20,2%	15,6%		
BNA	29,6	21,7	25,4	36,4%

\* Cifras en millones de euros

\*\* Estimaciones consenso Bloomberg

Principales cifras*	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
Ingresos	982	940	937	920	-2%
Margen Bruto	59,5%	59,6%	60,1%	60,1%	
EBITDA	277	249	244	227	-6%
Margen EBITDA	28,2%	26,5%	26,0%	24,7%	
EBIT	257	229	224	207	-7%
Margen EBIT	26,2%	24,4%	24,0%	22,5%	
BNA	200	183	179	165	-6%
% incremento BNA		-9%	-2%	-8%	

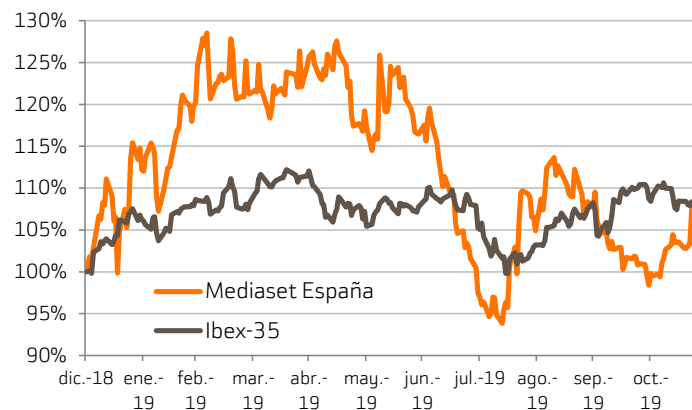
\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e
PER*	9,0 x	10,7 x	10,9 x	11,8 x	12,8 x
Rent. dividendo*	5,7%	4,8%	4,7%	4,4%	4,0%
FCF yield*	12,8%	10,7%	9,7%	9,0%	8,4%
BPA (€/acc)	0,61	0,56	0,55	0,50	0,46
DPA (€/acc)	0,32	0,29	0,28	0,26	0,24
DN/FFPP	Caja neta positiva en todo el periodo				
DN/EBITDA	Caja neta positiva en todo el periodo				
ROE	22,1%	18,4%	16,5%	14,2%	12,3%

\*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## MEDIASET

Precio Objetivo: 5,7 €  
 Recomendación: Vender  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

*Recortamos recomendación a Vender desde Neutral. Precio Objetivo 5,7€. La tendencia de caída de los ingresos por publicidad continuará a futuro. El interés de usuarios y anunciantes se centra en grandes plataformas de contenidos por Internet. Es un cambio estructural irreversible que pesa sobre las compañías de media tradicional. La creación de MFE difícilmente logrará amortiguar esta tendencia.*

Reducimos nuestro precio objetivo hasta 5,7€ desde 6,9€ anterior. Con ello, nuestra recomendación pasa a Vender desde Neutral. Nuestro racional es el siguiente:

(i) La caída de los ingresos por publicidad es una tendencia ya consolidada y que gana gradualmente inercia. En el último trimestre los ingresos por publicidad retroceden -7,2% (vs. -6,3% el total televisión) y en el acumulado anual caen -6,2%.

Por ello, valoramos positivamente el esfuerzo de la compañía para mitigar esta tendencia (creación de Mediterráneo, compra El Desmarque, lanzamiento de Mitele Plus, etc.) Sin embargo, pensamos que esta debilidad continuará a lo largo de los próximos trimestres. El sector media tradicional atraviesa un momento de cambio estructural. La competencia se recrudece y proviene principalmente de las grandes compañías de Internet, que captan una creciente cuota del gasto en publicidad. Como referencia, en España el gasto en publicidad en Internet creció +62% entre 2014 y 2018. Este año acumula un avance de +9,2% frente a la caída de -6,3% de la televisión.

Y es que el interés de los usuarios se concentra cada vez más en plataformas de contenidos como Netflix o Disney Plus. Ésta última alcanzaba 10M de usuarios tan sólo unos días después de lanzarse en EE.UU. y Canadá.

En este entorno gran parte de la rentabilidad de Mediaset deriva de su excelente gestión de costes operativos. Como muestra, en el 3T cayeron -10,8%. Además, la Compañía recortaba su objetivo de costes para el ejercicio hasta 690M€ (desde 720M€ a inicio de año). Sin embargo, esta estrategia no nos parece sostenible a futuro. Los costes operativos se acercan progresivamente a un suelo mientras continúa la presión en ingresos.

(ii) La fusión con Mediaset Italia y posterior creación de MFE nos provoca dudas. Por ello, insistimos en recomendar a los accionistas minoritarios que ejercieran su derecho de separación a 6,544€. Esta opción parece incluso más apropiada ahora que el valor cotiza alrededor de 5,9€.

La fusión dará lugar a una compañía (MFE) con un balance menos sólido que el de la actual Mediaset España (que cuenta con caja neta positiva mientras Mediaset Italia tiene una deuda neta cercana a los 1.000M€). Además, la batalla judicial entre Vivendi y Mediaset Italia ha llevado a paralizar esta operación, ya de por sí compleja y confusa. Finalmente, dudamos de la capacidad de MFE para competir con los grandes jugadores de Internet y de su capacidad para atraer anunciantes pese a la ganancia de escala derivada de la fusión.

Cifras en millones de euros

### Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'18-'24
Ingresos	992	996	982	940	937	920	902	884	893	-1,6%
Margen Bruto	55,6%	58,3%	59,5%	59,6%	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%	
EBITDA	242	264	277	249	244	227	210	193	191	-6,0%
Margen EBITDA	24,4%	26,5%	28,2%	26,5%	26,0%	24,7%	23,3%	21,8%	21,5%	
EBIT	224	245	257	229	224	207	190	173	171	-6,6%
Margen EBIT	22,6%	24,6%	26,2%	24,4%	24,0%	22,5%	21,1%	19,5%	19,2%	
BAI	226	247	266	231	226	209	192	174	172	-7,0%
BNA	171	197	200	183	179	165	152	138	136	-6,2%
Tasa de variación interanual		15%	1%	-9%	-2%	-8%	-8%	-9%	-1%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

### Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Activo No Corriente	866	828	775	786	796	805	813	821	913
Activo Circulante	437	407	421	507	589	661	727	787	790
Total Activo	1.303	1.235	1.196	1.292	1.384	1.466	1.541	1.608	1.703
FFPP	975	900	905	994	1.080	1.160	1.234	1.301	1.367
Minoritarios	8	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo no corriente	35	32	37	43	43	43	42	42	64
Deuda financiera	38	38	40	36	39	42	44	47	49
Pasivo Corriente	246	265	214	220	222	221	220	219	223
Total Pasivo	1.303	1.235	1.196	1.292	1.384	1.466	1.541	1.608	1.703

### Valoración Descuento Cash Flow Libre (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+BNA	183	179	165	152	138	136	1.676
+Amortizaciones	217	216	213	209	206	208	
+Gastos Financieros *(1-t)	0,91	0,99	1,06	1,13	1,19	1,25	
- Inversiones en activos fijos	209	208	204	200	196	198	
- Inversiones en circulante	-16,7	-0,2	-1,0	-1,0	-1,1	0,5	
= CFL	209	188	176	163	149	147	

WACC	9,3%
g	0,5%
EV	1.717 M€
- Deuda Neta / + Caja Neta	137 M€
- Minoritarios	0 M€
EqV	1.854 M€
Nº acciones	327 M
Estimación DCF	5,7 €/acción

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **5,7€/acc** siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica que **no existe potencial de revalorización** desde los niveles actuales de cotización. Por ello, fijamos una recomendación de Vender sobre el valor.

### Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,20%	0,30%	0,40%	0,50%	0,60%	0,70%	0,90%
8,89%	5,77	5,81	5,86	5,90	5,95	5,99	6,09
8,99%	5,71	5,75	5,80	5,84	5,88	5,93	6,02
9,09%	5,66	5,70	5,74	5,78	5,82	5,87	5,96
9,19%	5,60	5,64	5,68	5,72	5,76	5,81	5,90
9,29%	5,54	5,58	5,62	5,66	5,70	5,75	5,83
9,39%	5,49	5,53	5,57	5,61	5,65	5,69	5,77
9,49%	5,44	5,48	5,51	5,55	5,59	5,63	5,71
9,59%	5,39	5,42	5,46	5,50	5,53	5,57	5,65
9,69%	5,34	5,37	5,41	5,44	5,48	5,52	5,60

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de la nota

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director  
Rafael Alonso - Bancos  
Pilar Aranda - Petróleo  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos  
Luis Piñas - Consumo  
Elena Fernández-Tрпиella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales  
Juan Moreno - Inmobiliarias  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Ana de Castro - Seguros  
Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable