

Sector: Media

Vivendi es capaz de crecer sin el negocio de música, pero su cotización ya lo contempla

Datos Básicos

Capitalización (M €):	12.299 M€
Último:	11,10 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.108 M acc.
Min / Max (52 sem):	7,03€/11,75€
Cód. Reuters / Bloomberg:	VIV FP/ VIV.PA

Cifras	2021e	2022e	2023e	2024e
Ingresos	9.091	9.455	9.738	9.933
EBITA	909	974	1.023	1.063
Margen EBITA	10,0%	10,3%	10,5%	10,7%
EBIT	811	875	923	963
Margen EBIT	8,9%	9,3%	9,5%	9,7%
BNA	744	805	841	867
Margen Beneficio	8,2%	8,5%	8,6%	8,7%

Cifras en millones de euros excluyendo UMG

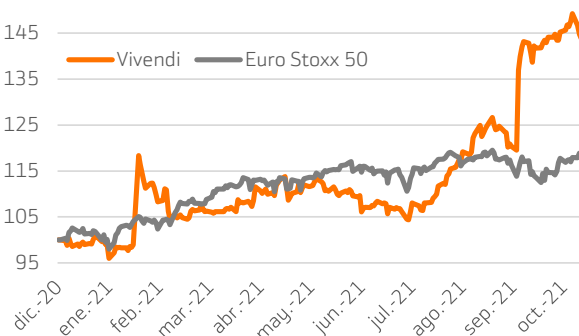
Principales ratios	2021e	2022e	2023e	2024e
PER*	16,5 x	15,3 x	14,6 x	14,2 x
PER*	16,534	15,28	14,63	14,18
Rent. dividendo*	14,2%	15,4%	16,0%	16,5%
BPA (€/acc)	0,67	0,73	0,76	0,78
DPA (€/acc)	1,57	1,70	1,78	1,84
DN/FFPP	0,28x	0,39x	0,53x	0,72x
DN/EBITDA	4,11x	4,96x	5,88x	6,84x
ROE	5,5%	6,5%	7,4%	8,6%

*Con última cotización

Evolución por negocios

	9M2020	9M2021	Var. (%)
Canal +	4.054	4.249	4,8%
Havas	1.503	1.638	9,0%
Editis	494	602	21,9%
Otros:			
Prisma Media	n.a.	104	
Gameloft	193	184	-4,7%
Vivendi Village	34	61	79,4%
Resto	13	32	146,2%
TOTAL GRUPO	6.291	6.870	9,2%

Evolución Vivendi vs Euro Stoxx 50 (base 100)



VIVENDI

Precio Objetivo:	11,4 €
Recomendación:	Mantener
Potencial:	3%
Analista:	Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

El 3T demuestra que Vivendi es capaz de crecer sin el negocio de música. Los principales negocios del grupo logran un buen comportamiento. Tras el spin-off de UMG actualizamos nuestro modelo. Estimamos unas cuentas proforma excluyendo la mencionada filial y nuestro precio objetivo cae hasta 11,4€ (desde 34,5€) e implica un potencial escaso frente a la cotización actual del valor. En concreto, +3%. Por ello, nuestra recomendación pasa a Mantener desde Comprar. A futuro estimamos un crecimiento de ingresos medio de +2,0% en el periodo 2021/2026. Sin embargo, pensamos que esta evolución está ya descontada y vemos pocos catalizadores adicionales para el valor.

Las primeras cifras tras el *spin-off* de UMG demuestran que Vivendi es capaz de generar crecimientos sin su negocio de música.

En el 3T los principales segmentos reflejan un buen comportamiento, salvo Editis cuyas ventas retroceden ligeramente (-0,8% a/a). Mas allá Canal+, que es el principal contribuidor a ingresos, muestra un avance de +6,3% (+6,5% en términos orgánicos) y Havas Group +21,8% (+20,7% orgánico).

Tras la salida a cotizar de UMG actualizamos nuestro modelo. Estimamos una cuenta de resultados y un balance proforma, excluyendo la aportación del negocio de música. **Nuestro precio objetivo cae tras la mencionada operación hasta 11,4€** (desde 34,5€) e implica un potencial escaso frente a la cotización actual del valor. En concreto, +3%. Por ello, nuestra recomendación pasa a Mantener desde Comprar.

A futuro estimamos un crecimiento de ingresos medio de +2,0% en el periodo 2021/2026. La recuperación económica será un viento de cola claro para la Compañía. Sin embargo, pensamos que esta evolución está ya descontada y **vemos pocos catalizadores adicionales para el valor**. La exclusión del EuroStoxx-50 no ayuda y la estrategia de expansión inorgánica nos plantea dudas. Vivendi tiene una intención clara de ganar cuota en el mercado europeo y convertirse en líder de contenidos y comunicaciones. Su reciente anuncio sobre la elevación de la participación que mantiene en Prisa (desde 9,94% hasta 29,9%) es una prueba más de esta aspiración. Tiene sentido en un contexto en que la competencia para las compañías de media tradicional proviene de grandes tecnológicas como Netflix, Facebook, Amazon Prime, etc. Sin embargo, será clave que las compras que ejecute se hagan a múltiplos razonables para no resultar dilutivas y que, además, permitan una ganancia clara y significativa en contenidos para poder ofrecer una alternativa válida y amplia, algo que vemos complicado.

Por todo ello pensamos que existe más valor en otros nichos de mercado (tecnología, consumo de lujo o turismo) frente al que ofrecen las Compañías de media tradicional.

Cifras en millones de euros

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Estimada Excluyendo UMG

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
Ingresos	9.091	9.455	9.738	9.933	10.132	10.233	2%
EBITA	909	974	1.023	1.063	1.114	1.126	4%
Margen EBITA	10,0%	10,3%	10,5%	10,7%	11,0%	11,0%	
EBIT	811	875	923	963	1.014	1.024	5%
Margen EBIT	8,9%	9,3%	9,5%	9,7%	10,0%	10,0%	
BAI	758	820	856	883	921	918	4%
BNA	744	805	841	867	905	902	4%

Tasa variación interanual

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Balance de Situación Estimado Excluyendo UMG

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Activo No Corriente	21.819	21.958	22.103	22.252	22.405	22.561
Activo Circulante	8.781	9.081	9.319	9.485	9.654	9.746
Total Activo	30.600	31.039	31.421	31.736	32.060	32.307
FFPP	13.326	12.242	11.111	9.943	8.726	7.513
Minoritarios	239	220	199	178	157	135
Pasivo no corriente	3.270	3.317	3.358	3.392	3.426	3.453
Deuda financiera	4.973	6.117	7.335	8.617	9.953	11.311
Pasivo Corriente	8.792	9.143	9.418	9.606	9.798	9.896
Total Pasivo	30.600	31.039	31.421	31.736	32.060	32.307

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+BNA	805	841	867	905	902	17.449
+Amortizaciones	98	99	100	100	101	
+Gastos Financieros *(1-t)	42	50	60	70	80	
- Inversiones en activos fijos	237	244	249	254	257	
- Inversiones en circulante		-129	-100	-69	-70	-36
= CFL Operativo	837	846	847	891	862	

WACC	6,0%
g	1,0%
EV	16.651 M€
- Deuda Neta	3.737 M€
- Minoritarios	239 M€
EqV	12.675 M€
Nº acciones	1.108 M
Estimación DCF	11,4 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **11,4€/acc** siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de revalorización de alrededor del **+3%** desde los niveles actuales de cotización.

Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
4,5%	14,6	15,5	16,6	17,9	19,3	21,0	23,0
5,0%	12,7	13,4	14,3	15,2	16,3	17,5	18,9
5,5%	11,1	11,7	12,4	13,1	13,9	14,9	15,9
6,0%	9,8	10,3	10,8	11,4	12,1	12,8	13,6
6,5%	8,7	9,2	9,6	10,1	10,6	11,2	11,8
7,0%	7,8	8,2	8,5	8,9	9,4	9,8	10,4
7,5%	7,0	7,3	7,6	8,0	8,3	8,7	9,1

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com
<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

 Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
28/04/2021	Comprar	32,60 €
02/08/2021	Comprar	34,50 €

Recomendaciones anteriores al spin-off de UMG el pasado mes de septiembre

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

- 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, PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Eduardo Cabero - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Luis Piñas - Aliment./Distribución &Otros

Juan Moreno - Inmobiliarias

Aránzazu Cortina - Industriales

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Elena Fernández-Trapiella - Consumo&Lujo

Jorge Pradilla - Logística

Filipe Aires - Químicas & Papel

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Susana André - Portugal, Assistant

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