

Valoración de las acciones de ANTENA 3

Este informe¹ presenta una valoración de Antena 3 en mayo de 2011 en base a diferentes métodos (valor contable, valoración por múltiplos y descuento de flujos de caja) con el fin de evaluar cómo se utilizan cada uno de ellos; así como sus ventajas y limitaciones.

1. VALOR CONTABLE

El balance del grupo muestra un Patrimonio Neto a cierre del ejercicio 2010 de 303.890.000 euros, el cual se consideraría el valor contable de la sociedad.

	2010
PASIVO	
CAPITAL SOCIAL	158.335
RESERVAS INDISPONIBLES	40.282
GANANCIAS ACUMULADAS	224.034
ACCIONES PROPIAS	- 78.650
DIVIDENDOS A CUENTA	- 40.111
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A SOCIEDAD DOMINANTE	303.890
INTERESES MINORITARIOS	-
PATRIMONIO NETO	303.890

En caso de que hubiese intereses minoritarios éstos no computarían como patrimonio neto a efectos del cálculo del valor contable. Hay que tener en cuenta que este patrimonio está

¹Informe realizado por Paqui Masegosa, Eduardo Mateos y Claudia Hidalgo. Revisado por Oriol Amat en el marco del Postgrado de Dirección Financiera, Barcelona School of Management, Univ. Pompeu Fabra. Mayo 2011.

descontando reservas por tener acciones propias, por lo que al calcular el valor de una acción lo tenemos que tener en cuenta:

Número total de acciones	211.112.800
Acciones propias (5%)	-10.555.800
Acciones computables para valoración	200.557.000

Valor contable acción = 303.890.000 € / 200.557.000 acciones = **1,52€/acción**

2. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

2.1. PER

Para el cálculo con este método hemos seleccionado varias empresas del sector de televisión, tanto español como europeo e incluso dos casos americanos, todas ellas cotizadas. Esta muestra de empresas tiene la limitación de que al tratarse de países diferentes tienen normativas contables y entornos económicos diversos.

	Moneda	Cotización	Capitalización	PER	Fecha
ANTENA 3	eur	6,47	1.365,90	10,74	21/04/2011
TL5	eur	7,73	3.143,41	11,53	21/04/2011
TIME WARNER	dol	36,51	27.582,66	13,3	22/04/2011
WALT DISNEY CO	dol	42,27	55.182,27	16,07	22/04/2011
CANAL PLUS	eur	5,6	--	--	17:35
LIBERTY MEDIA	eur	16,51	2.979,43	9,77	21/04/2011
M6-METROPOLE TV	eur	17,75	--	--	17:35
MEDIASET	eur	4,41	5.209,22	11,03	21/04/2011
PRISA	eur	1,91	848,21	11,24	21/04/2011
RCS MEDIAGROUP	eur	1,31	--	--	21/04/2011
SOGECABLE	eur	28,05	3.867,00	21,74	06/06/2008
TF1	eur	11,97	2.570,73	11,97	17:40
VIVENDI	eur	20,34	25.161,25	9,22	17:35
BRITISH SKY BROAD	pen	835	16.609,27	21,09	21/04/2011
PEARSON	pen	1.132,04	10.445,47	14,61	21/04/2011
REUTERS	pen	334,15	687,21	2,63	18/05/2004
TELEVISIA	pes	7,9	--	--	17/03/2011
Fuente: www.invertia.es			PER medio	12,6877	

Tomando el PER medio del sector, que se ha calculado en 12,6877€, y conociendo el beneficio por acción de Antena 3 en 2010 que fue de 0,544€:

Valor acción según PER = 12,6877 x 0,544 = **6,902€**

Obtenemos también el valor total del grupo:

PER del SECTOR		12,688
BENEFICIO POR ACCIÓN ANTENA 3		0,54
COTIZACIÓN RESULTANTE		6,902
Total acciones		200.557.000
Valor de la empresa	6,902 x 200.557.000 =	1.384.244.410

2.2. VE/EBITDA

Seguidamente, se utiliza el múltiplo VE/EBITDA que se calcula a partir de:

VE = Valor Económico = Capitalización bursátil + Deuda financiera

EBITDA = Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

Este cálculo no tiene en cuenta la forma en que se financia la empresa, ni los impuestos ni la amortización del activo inmovilizado. Hay empresas con pérdidas con las cuales no se puede utilizar el método PER, pero sí puede usarse este método si tiene un EBITDA positivo.

EMPRESA	PAÍS	VE/EBITDA	
		2011	2012
TELECINCO	ESPAÑA	10,1	8,3
M6 METROPOLE	FRANCIA	5,6	5,5
TF1	FRANCIA	6,2	5,4
MEDIASET	ITALIA	6,5	5,8
PROSIEBEN SAT 1	ALEMANIA	7,6	7,4
PROMEDIO		6,0	5,4

Fuente: Factset y Análisis ACF

Valoración por VE/EBITDA	
Promedio del sector 2011	6,0
EBITDA 2011 ANTENA 3	177,10 €
Valor de los activos	1.062,60 €
Menos deuda financiera	-101,42 €
Valor del patrimonio neto	961,18 €

En base a la valoración anterior, el valor de la acción sería:

Valor acción = 961.180.000 / 200.557.000 = **4,79€**

3. VALORACIÓN POR EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

Se han utilizado proyecciones a 5 años según consenso de analistas del mercado. Se realizará una valoración base, una optimista y una pesimista. Para ello se han tenido en cuenta también las últimas cuentas anuales (ver anexo).

3.1. DETERMINACIÓN DEL COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS

Para calcular el coste de los recursos propios se ha utilizado la fórmula siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Coste recursos propios} &= \text{Tipo de interés sin riesgo} + \text{Coeficiente riesgo país/sector} \\ &= 6,29\% + 5,76\% = 12,05\% \end{aligned}$$

Coste recursos propios					
COSTE DE LA DEUDA SIN RIESGO			6,29%		
COSTE DE LA ÚLTIMA SUBASTA DE OBLIGACIONES A 10 AÑOS /www.tesoro.es 24/04/2011					
Se aplica el 15% por existir en estos momentos mayor ahorro, por lo cual hay más opciones de inversión					
COEFICIENTE RIESGO PAÍS/RIESGO SECTOR			5,76%		
Se utiliza el Market Risk Premium de Damodaran -http://pages.stern.nyu.edu-					
Country Default Spreads and Risk Premiums, Last updated January 2011					
Country	Región	Long-Term Rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
España	Western Europe	Aa1	25	5.38%	0.38%
TOTAL COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS			12,05%		

3.2. DETERMINACIÓN DEL COSTE DE LA DEUDA

La deuda financiera tiene un coste del 6,57% anual, de acuerdo con datos incluidos en la memoria de 2010.

3.3. CÁLCULO DEL WACC

A efectos del cálculo del WACC, se utilizará el 12,05% anual de los recursos propios. Para las reservas se considerará un coste menor al del resto de los recursos propios, ya que dicho coste se puede minorar por el tipo impositivo marginal del accionista (el último tramo del IRPF 2010 es 43%).

Al 31/12/2010, las reservas del Grupo Antena 3 representan el 5,1% del total del patrimonio neto.

WACC Base					
COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS 1					
	RESERVAS		9,94%	6,9%	0,6827
	RESTO PN		65,04%	12,05%	7,8388
	TOTAL PN		74,98%	11,37%	8,5216
COSTE DE LA DEUDA					
	DEUDA		25,02%		
	COSTE DE LA DEUDA		6,57%		
	(1-t)		80,00%	5,25%	
	% DEUDA				
			WACC 1	9,84%	

3.4. FLUJO DE CAJA LIBRE

Como se ha indicado anteriormente, para la valoración en diferentes escenarios nos hemos basado en diferentes evoluciones de los ingresos y en diferentes tasas de crecimiento perpetuo, dependiendo del escenario considerado.

3.4.1. Previsión normal

Esta previsión está basada en la evolución más probable según las proyecciones anteriormente mencionadas para el Grupo Antena 3.

Millones de Euros						
Proyección	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	807,7	837,1	867,1	894,5	910,3	926,5
Variación en %		3,6%	3,6%	3,2%	1,8%	1,8%
EBITDA	156,8	177,1	195,2	210,4	215	219,2
Margen	19%	21%	23%	24%	24%	24%
- IMPUESTOS	-22,5	-39,6	-44,4	-48,2	-49,5	-50,6
% sobre ingresos	-2,79%	-4,73%	-5,12%	-5,39%	-5,44%	-5,46%
- CAPEX	-41,3	-35	-36,3	-37,4	-38,1	-38,7
% sobre ingresos	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
- VARIACIÓN F.M.	41,2	0	0	0	0	0
% sobre ingresos	5%	0%	0%	0%	0%	0%
FLUJO DE CAJA LIBRE	134,2	102,5	114,5	124,8	127,4	129,9

Nota: previsión en base a informe de BNP Paribas con fecha marzo de 2011. Datos en millones de euros

Aplicando el **WACC de 9,84** y una **tasa de crecimiento de 2%** obtendríamos la siguiente valoración (en millones de Euros):

TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)	2,00%
WACC	9,84%
VALOR ACTUAL	451,27 €
VALOR RESIDUAL	1.690,82 €
MENOS DEUDA FINANCIERA 31/12/2010	-101,42 €
ACTIVOS NO IMPRESCINDIBLES	
VALOR DE LA EMPRESA	2.040,66 €

Y un análisis de sensibilidad sobre ambas variables permite definir un rango de valoraciones:

WACC	TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)				
	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
8,00%	2.247,10 €	2.401,27 €	2.581,07 €	2.793,70 €	3.048,77 €
8,50%	2.115,71 €	2.249,94 €	2.404,76 €	2.585,52 €	2.799,07 €
9,00%	2.000,08 €	2.118,07 €	2.252,86 €	2.408,46 €	2.590,04 €
9,84%	1.834,56 €	1.931,46 €	2.040,66 €	2.164,75 €	2.306,99 €
10,50%	1.723,04 €	1.806,95 €	1.900,76 €	2.006,31 €	2.125,92 €
11,00%	1.648,16 €	1.724,05 €	1.808,31 €	1.902,61 €	2.008,63 €

3.4.2. Previsión pesimista

En este caso se ha considerado la variable ingresos a la baja, con un crecimiento (1,5%) inferior a la previsión normal e incluso por debajo de la del mercado.

Millones de euros	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	807,7	823,85	838,68	851,26	864,03	872,67
VARIACIÓN PORCENTUAL		2,0%	1,8%	1,5%	1,5%	1,0%
EBITDA	156,80	174,30	188,80	200,23	204,07	206,47
- IMPUESTOS	-22,5	-39,0	-42,9	-45,9	-47,0	-47,7
- CAPEX	-41,3	-34,4	-35,1	-35,6	-36,2	-36,5
- VARIACIÓN FM	41,2	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	134,20	100,88	110,75	118,77	120,92	122,35

Aplicando el **WACC de 9,84** y una **tasa de crecimiento de 1,5%** obtendríamos la siguiente valoración (millones de Euros):

TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)	1,50%
WACC	9,84%
VALOR ACTUAL	432,96 €
VALOR RESIDUAL	1.489,73 €
MENOS DEUDA FINANCIERA 31/12/2010	-101,42 €
ACTIVOS NO IMPRESCINDIBLES	
VALOR DE LA EMPRESA	1.821,26 €

Un análisis de sensibilidad sobre ambas variables permite definir un rango de valoraciones:

WACC	TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)				
	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
8,00%	2.118,81 €	2.264,02 €	2.433,37 €	2.633,65 €	2.873,90 €
8,50%	1.994,99 €	2.121,42 €	2.267,24 €	2.437,50 €	2.638,64 €
9,00%	1.886,00 €	1.997,14 €	2.124,10 €	2.270,66 €	2.441,69 €
9,84%	1.729,99 €	1.821,26 €	1.924,12 €	2.041,00 €	2.174,98 €
10,50%	1.624,87 €	1.703,90 €	1.792,26 €	1.891,68 €	2.004,34 €
11,00%	1.554,27 €	1.625,75 €	1.705,12 €	1.793,94 €	1.893,80 €

3.4.3. Previsión optimista

Sin embargo en este caso se ha considerado todo lo contrario: crecimiento en el quinto año del 3,5%, siendo superior tanto al caso normal como al de mercado.

Proyección Optimista	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Millones de euros						
Ingresos	807,7	841,62	876,97	912,05	933,03	954,49
VARIACIÓN PORCENTUAL		4,2%	4,2%	4,0%	3,5%	3,5%
EBITDA	156,8	178,1	197,4	214,5	220,4	225,8
- IMPUESTOS	-22,5	-39,8	-44,9	-49,1	-50,7	-52,1
- CAPEX	-41,3	-35,2	-36,7	-38,1	-39,1	-39,9
- VARIACIÓN NOF	41,2	0,0	0,0	-10,0	-5,0	-7,0
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	134,20	103,05	115,80	117,25	125,58	126,82

Aplicando el **WACC de 9,84** y una **tasa de crecimiento de 2,5%** se obtiene la siguiente valoración en millones de Euros:

TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)	2,50%
WACC	9,84%
VALOR ACTUAL	443,98 €
VALOR RESIDUAL	1.771,93 €
MENOS DEUDA FINANCIERA 31/12/2010	-101,42 €
ACTIVOS NO IMPRESCINDIBLES	
VALOR DE LA EMPRESA	2.114,49 €

Y un análisis de sensibilidad sobre ambas variables permite definir un rango de valoraciones:

	TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)				
WACC	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
8,00%	2.194,93 €	2.345,44 €	2.520,98 €	2.728,58 €	2.977,61 €
8,50%	2.066,64 €	2.197,69 €	2.348,84 €	2.525,32 €	2.733,81 €
9,00%	1.953,73 €	2.068,93 €	2.200,53 €	2.352,44 €	2.529,72 €
9,84%	1.792,12 €	1.886,72 €	1.993,34 €	2.114,49 €	2.253,36 €
10,50%	1.683,22 €	1.765,14 €	1.856,73 €	1.959,78 €	2.076,56 €
11,00%	1.610,10 €	1.684,19 €	1.766,46 €	1.858,53 €	1.962,04 €

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

De acuerdo con los cálculos anteriores se obtiene un rango de valores que se sitúa entre 1,52€ (valor contable) y 10,54 € (valor según descuento de flujos de caja en el escenario optimista). La valoración de la acción según el PER del sector (6,90€) da un valor próximo a la cotización actual.

VALORACIONES ANTENA 3: cotización actual		6,44 (Euros)		
		VALOR	ACCIONES	Valor acción
DFCL OPTIMISTA	2.114.487.999,62 €	200.557.000		10,54
DFCL BASE	2.040.664.030,06 €	200.557.000		10,17
DFCL PESIMISTA	1.821.262.722,82 €	200.557.000		9,08
VALORACIÓN POR PER DEL SECTOR	1.384.244.410,00 €	200.557.000		6,90
VALORACIÓN POR VE/EBITDA	961.180.000,00 €	200.557.000		5,67
VALOR CONTABLE	303.890.000,00 €	200.557.000		1,52

En base al análisis planteado y considerando las diferentes variables juzgamos que la empresa cuenta aún con posibilidades de recorrido alcista recomendando así la compra de acciones de Antena 3.

Se pide:

1. Opinión sobre los supuestos utilizados en cada uno de los métodos de valoración.
2. Indicar el método que se considera más razonable.
3. Opinión sobre la recomendación de compra que se formula al final del informe.

Anexo. Cuentas de resultados y balances de Antena 3 de 2009 y 2010

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA	2010	2009
INGRESOS ORDINARIOS	773.323	650.729
OTROS INGRESOS	34.392	53.166
CONSUMOS DE PROGRAMAS Y OT. APROV.	- 324.449	- 320.579
GASTOS DE PERSONAL	- 128.841	- 134.924
DOTACIÓN A LA AMORTIZACIÓN	- 15.878	- 17.108
OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	- 197.477	- 167.237
BENEFICIO / PÉRDIDA DE EXPLOTACIÓN	141.070	64.047
RESULTADO POR DETERIORO DE ACTIVOS	- 5.500	- 3.771
RDO NETO VARIAC. VALOR INSTRUM. FINANCIEROS	933	- 633
DIFERENCIAS DE CAMBIO	- 1.137	- 371
RESULTADO FINANCIERO	- 4.412	- 9.583
PARTICIPACIÓN EN RDOS CÍAS ASOCIADAS	708	441
RESULTADO NETO ACTIVOS NO CTES	- 2	1.280
BENEFICIO ANTES DE IMP. OP. CONTINUADAS	131.660	51.410
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	- 22.532	9.329
BENEFICIO DEL EJERCICIO	109.128	60.739
RESULTADO ATRIBUIDO A SOCIOS EXTERNOS	1	12
RESULTADO ATRIBUIDO A SOC. DOMINANTE	109.129	60.751

	2010	2009
ACTIVOS NO CORRIENTES		
FONDO DE COMERCIO	175.879	175.879
OTROS ACTIVOS INTANGIBLES	56.613	69.805
INMOVILIZADO MATERIAL	61.132	62.475
INVERSIONES (MÉTODO DE LA PARTICIPACIÓN)	9.541	13.662
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	49.560	58.091
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	854	893
INSTRUMENTOS FINANCIEROS	123	92
ACTIVOS NO CORRIENTES	353.702	380.897
ACTIVOS CORRIENTES		
DERECHOS DE PROGRAMAS	169.100	181.990
EXISTENCIAS	2.172	2.389
DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CTAS A COBRAR	252.935	221.841
ACTIVOS FINANCIEROS CORRIENTES	807	480
ACTIVOS POR IMPUESTOS CORRIENTES	364	4.751
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	2.145	620
EFFECTIVO Y OTROS MEDIOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES	1.581	3.122
ACTIVOS CORRIENTES	429.104	415.193
ACTIVOS NO CTES MANT. P/ VENTA Y OP.INTERRUMP.	23	24
TOTAL DEL ACTIVO	782.829	796.114
	2010	2009
PASIVO		
CAPITAL SOCIAL	158.335	158.335
RESERVAS INDISPONIBLES	40.282	40.282
GANANCIAS ACUMULADAS	224.034	161.100
ACCIONES PROPIAS	78.650	- 78.650
DIVIDENDOS A CUENTA	40.111	- 16.045

PAT. NETO ATRIB. A LOS TENEDORES DE LA DOMINANTE	303.890	265.022
INTERESES MINORITARIOS	-	4
PATRIMONIO NETO	303.890	265.018
PASIVOS NO CORRIENTES		
INTRUMENTOS FINANCIEROS	116	159
DEUDAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO	1.090	14.565
PROVISIONES	-	28
OTROS PASIVOS NO CORRIENTES	1.024	2.568
PASIVOS NO CORRIENTES	2.230	17.320
PASIVOS CORRIENTES		
DEUDAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO	100.334	168.738
ACREEDORES COMERCIALES Y OT. CTAS A PAGAR	256.051	228.178
OTROS PASIVOS FINANCIEROS	328	979
PROVISIONES	93.413	90.605
PASIVOS POR IMPUESTOS CORRIENTES	13.519	11.176
OTROS PASIVOS CORRIENTES	13.064	14.044
PASIVOS CORRIENTES	476.709	513.720
PASIVOS ASOC. C/ACTIVOS NO CTES MANT. P/VENTA	-	56
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	782.829	796.114