

Nota de Compañía

Para Mediaset, 2021 ha sido otro año de transición en el que la compañía asegura la recuperación de la actividad futura con el mantenimiento de la cuota de audiencia (28,3% vs 28,4% en 2020) y la recuperación de las inversiones (€119,4m vs €98,6m).

Ajuste al alza del Precio Objetivo: tras los resultados de 2021 ajustamos en un 13,4% al alza el PO de Mediaset, de €6,13/acción hasta €6,95/acción, que con relación a su cotización implica un descuento del 38% y reiteramos comprar.

Resultado 2021: el beneficio neto (€181,0m) de Mediaset apenas crece en un 1,3% y es inferior a los €211,7m de 2019, máximo histórico de la compañía. Los ingresos netos (€876,3m) aumentaron un 4,7% a/a y el EBITDA de €243,0m cae un 3,8% vs €252,7m de 2020. La caja neta reportada de Mediaset cierra 2021 en €266,3m mientras que el Free Cash Flow reportado alcanza €252,0m.

Perspectivas favorables: globalmente, las perspectivas para la inversión publicitaria siguen siendo positivas. Según la agencia Zenith, en 2022 se estima que la inversión publicitaria global aumentará un 9,1%, un 7,4% en 2023 y un 5,7% en 2024.

Recompra de Acciones: el pasado 23 de febrero la dirección acordó proponer a la JGA (abril de 2022) un programa de recompra de acciones con el objetivo de reducir el número de acciones en circulación, con una inversión máxima de €150m, equivalente a 31,31m de acciones y que representa un 10% del total en circulación. A resultados reportado de 2021, Mediaset cotiza con un PER de 7,4x, que tras la recompra de acciones se situaría en 6,5x. A nivel de EV/EBITDA o de EV/Ingresos, los ratios bursátiles no experimentan variaciones por esta operación.

Inversiones: en 2021 Mediaset comienza a normalizar sus inversiones con un Capex de €120m, que mejora el dato de 2020 y que en parte explica el aumento de los costes de explotación en 2021. En 2022, es probable que las inversiones se acerquen más al promedio de los niveles prepandemia de unos €181m (2015-2019).

MEDIASET (Eur)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A
Ingresos Netos (m)	876,3	918,5	920,8	923,1	925,4	927,7
BNA (m)	181,0	195,1	200,3	205,4	206,7	208,0
EBITDA (m)	243,0	266,4	276,2	286,2	291,5	296,9
BPA	0,58	0,64	0,65	0,67	0,68	0,68
(A/A)	5,9%	10,2%	2,7%	2,5%	0,7%	0,6%
DVD /Acción	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
(A/A)	nm	nm	nm	nm	nm	nm
FCF (unlevered)	252,00	201,57	207,95	212,90	215,75	216,94
(A/A)	25,4%	(20,0%)	3,2%	2,4%	1,3%	0,6%
ROE (%)	15,2%	14,9%	14,4%	13,9%	13,3%	12,2%
Ratios de Valoración	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A
(EUR)						
P/E	7,4x	6,8x	6,6x	6,5x	6,4x	6,4x
Rent. Dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
FCF Yield (unlevered)	18,9%	15,1%	15,6%	16,0%	16,2%	16,3%
EV/ EBITDA	4,4x	4,0x	3,9x	3,7x	3,7x	3,6x
P/BV	1,0x	0,99x	0,93x	0,88x	0,83x	0,73x

Estimaciones GPM

8 de marzo de 2022

Recomendación
COMPRAR

Precio Objetivo
€ 6,95/acc

MEDIASET (5 años)



Fuente: Bolsa de Madrid

Compañía	Mediaset España
Ticker	TL5 SM
Cotización	€ 4,60
Capitalización	€ 1.439,31
Max 52 semanas	€ 5,90
MIN 52 semanas	€ 3,75
Capital flotante	€ 127,18
Retorno semanal (%)	0,1%
Cmb de precio 1M (%)	12,5%
Cmb de precio 3M (%)	10,3%
Cmb de precio 6M (%)	(7,8%)
Cmb de precio 1A (%)	(11,3%)
S&P Global ESG Rank	69
Volumen promedio (30d)	€ 124.211
Volumen promedio (30d)	€ 228.327
Rating Analistas (5-0)	4,8
Precio Objetivo (mediana)	€ 6,63
PO Máximo	€ 8,90
PO Mínimo	€ 4,80

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

jbernat@gmpatrimonios.com

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

www.gestion-de-patrimonios.com

CAPEX: en 2021 Mediaset inicia un periodo de normalización de sus inversiones con un Capex de €120m, que se supera el dato de 2020 (€99m) y que en parte explica el aumento de los costes de explotación del pasado 2021. En 2022, es probable que las inversiones se acerquen más al promedio de los niveles prepandemia de unos €181m (2015-2019)

CAPEX

Periodo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
Capex	€193m	€192m	€187m	€149m	€184m	€99m	€120m	

Fuente Mediaset

Audiencia: 2021 ha sido un año de consolidación de cuota con una participación promedio del 28,3%, que prácticamente implica repetir el 28,4% de hace un año. No obstante, el principal competidor (Atresmedia), da un salto importante en el mismo periodo tras registrar un aumento de la cuota de audiencia hasta el 27,3%, desde el 26,3% de hace un año.

Cuota de Audiencia

Periodo	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
Audiencia	28,7%	28,8%	28,9%	28,4%	28,3%	

Fuente: Kantar Ibope Media

Ingresos: en 2021, Mediaset registra un avance de sus ingresos brutos del 9,8% a/a (€833,6m) y del 4,7% a/a de los ingresos netos (€876,3m). Prevemos que la tendencia positiva continuará en 2022 y 2023, en base a las perspectivas globales (Zenith).

En España, prevemos una recuperación de la inversión publicitaria del sector automoción en base a que el peso de este segmento se mantiene por debajo del 10,0% sobre el total, lo que es inferior al 15% de 2019 y que consideramos es una referencia normalizada.

El sector del automóvil se ha visto penalizado en el 4T2021, con una contracción del -4,8% debido a la aparición de la variante Omicron y a los cuellos de botella en la producción, que han limitado el suministro de componentes y microchips.

Evolución de los Ingresos

Mediaset (EUR m)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Ingresos Brutos de Publicidad	933,3	962,9	969,7	963,6	916,5	759,1	833,6	905,5
Medios Propios	885,5	931,2	946,4	943,8	901,8	741,7	806,6	879,6
Medios Ajenos	47,7	31,7	23,3	19,7	14,7	17,4	27,1	25,9
Comisiones	(35,3)	(36,0)	(41,0)	(42,1)	(40,0)	(29,8)	(36,9)	(37,3)
Ingresos Netos de Publicidad	898,0	926,9	928,7	921,4	876,5	729,3	796,7	868,2
Otros Ingresos	74,0	65,1	67,6	60,1	69,7	107,3	79,6	74,8
Ingresos Netos de Publicidad	971,9	992,0	996,3	981,6	946,2	836,6	876,3	943,0
Ingresos Brutos de Publicidad (% Ingresos)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Medios Propios (% Ingresos)	94,9%	96,7%	97,6%	98,0%	98,4%	97,7%	96,8%	97,1%
Medios Ajenos (% Ingresos)	5,1%	3,3%	2,4%	2,0%	1,6%	2,3%	3,2%	2,9%
Comisiones (% Ingresos)	(3,8%)	(3,7%)	(4,2%)	(4,4%)	(4,4%)	(3,9%)	(4,4%)	(4,1%)
Ingresos Netos de Publicidad (% Ingresos)	96,2%	96,3%	95,8%	95,6%	95,6%	96,1%	95,6%	95,9%
Otros Ingresos (% Ingresos)	7,9%	6,8%	7,0%	6,2%	7,6%	14,1%	9,5%	8,5%
Ingresos Netos de Publicidad (% Ingresos)	104,1%	103,0%	102,7%	101,9%	103,2%	110,2%	105,1%	104,3%

Fuente: Mediaset/ Elaboración GPM

Mejora de las principales líneas de negocio: i) en medios propios (Telecinco, Cuatro, Factoría de Ficción, Boing, Divinity, Energy, Be Mad y la Televisión Conectada), los ingresos (€806,6m) crecen un 8,7% interanual (97% sobre total ingresos netos); ii) y en medios ajenos (€27,1m), se incrementan en un 55% interanual (peso del 3% s/total).

Otros Ingresos: esta línea de la cuenta de P&G se reduce un 25,8% hasta €79,6m vs €107,3m, aunque 2020 fue un año excepcional como indica que en años precedentes los ingresos de esta unidad varían entre un máximo de €74,0m (2015) y un mínimo de €60,1m (2018).

La caída de “otros ingresos” en 2021, también se justifica en base a que 2020 fue un año récord en venta de contenidos (los ingresos de esta unidad incluyen cine, internet, suscripciones Mitele Plus, venta de contenidos, así como servicios prestados a terceros).

Los gastos de plantilla aumentan pero se normalizarán en los próximos años: tras la ralentización de la inversión publicitaria en 2020 (debido a la crisis del Covid19), Mediaset se ha rezagado en sumarse a la normalización de su actividad, lo que se refleja en unos costes totales (€404,9m) que aumentan un 8,5% a/a, por encima de lo previsto.

El aumento se debe a la difícil comparativa con 2020 y la vuelta a la normalidad en términos de programación en 2021 con motivo de la mejora de la pandemia. Además, hay que tener en cuenta que Mediaset España emitió los derechos de la Euro2020 en los meses de junio y julio de 2021.

El mayor *coste de personal* en 2021 (€131,3m; +8,9% a/a) se debe a varios motivos. Por un lado, una comparativa difícil con 2020 donde los costes de personal fueron inferiores a lo habitual, la transición hacia un negocio más digital y a la contratación de perfiles digitales para el lanzamiento de nuevos proyectos

La cifra de costes de personal de 2021 es la referencia más elevada de los últimos siete años, tanto en términos absolutos como relativos (15% s/Ingresos vs promedio histórico del 11,0%). En 2022, esperamos que los costes de la plantilla moderen su peso por debajo del margen del 15%.

Costes Totales

Mediaset (EUR m)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	a/a	vs2019	2015-19
Amortización de derechos	(205,2)	(205,5)	(186,8)	(153,1)	(135,9)	(126,7)	(97,2)	(23,3%)	(28,5%)	(177,3)
% s/ventas	21,1%	20,7%	18,8%	15,6%	14,4%	15,1%	11,1%			
Personnel	(105,0)	(105,9)	(105,6)	(107,8)	(121,5)	(120,6)	(131,3)	8,9%	8,0%	(109,2)
% s/ventas	10,8%	10,7%	10,6%	11,0%	12,8%	14,4%	15,0%			
Other operating costs	(439,1)	(439,5)	(441,5)	(446,7)	(404,9)	(336,7)	(404,9)	20,3%	0,0%	(434,3)
% s/ventas	45,2%	44,3%	44,3%	45,5%	42,8%	40,2%	46,2%			
Total Costs	(749,3)	(750,8)	(734,0)	(707,6)	(662,3)	(584,0)	(633,4)	8,5%	(4,4%)	(720,8)

Fuente: Mediaset/Elaboración GPM

Otros gastos operativos (€404,9m): igualmente prevemos que en 2022 se moderen tras el avance del 20% interanual de 2021 y un incremento de €68,2m. La referencia de 2021 se acerca al promedio histórico de €434m (2015-2019). El dato de 2021 también es la mayor cifra relativa de Mediaset (46,2% s/ingresos).

EBITDA: la evolución de la parte alta de la cuenta de P&G de Mediaset resulta en un EBITDA reportado de €243m (2021), un 2,3% por debajo del EBITDA de €230,5m de 2020 y también inferior al promedio de €273,4m del periodo 2018-2020. El EBITDA de 2021 de Mediaset está por debajo del potencial que puede generar la compañía, como indica un margen EBITDA promedio del 28,6% en el periodo 2018-2020 frente al 27,7% reportado en 2021.

Evolución Histórica del EBITDA

Mediaset (EUR m)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	a/a	vs2019	2015-19
EBITDA	222,7	241,2	262,3	274,0	284,0	252,7	243,0	(3,8%)	(14,4%)	273,4

Fuente Mediaset

Estructura del Capital

Capital Structure	% of Total	FY 2019		FY 2020		FY 2021	
		Millions	% of Total	Millions	% of Total	Millions	% of Total
Hist Market Cap	100,0%	1.853,3	91,1%	1.394,9	82,4%	1.287,1	95,4%
ST Borrowings	0,0%	0,9	0,0%	1,1	0,1%	1,3	0,1%
LT Borrowings	0,0%	180,3	8,9%	296,8	17,5%	60,5	4,5%
Pref Equity	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Total Capital	100,0%	2.034,5	100,0%	1.692,7	100,0%	1.348,9	100,0%

Fuente Bloomberg

Proyecciones: Escenario Base

INCOME STATEMENT						
Fiscal year	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Fiscal year end date	dic. 2021	dic. 2022	dic. 2023	dic. 2024	dic. 2025	dic. 2026
Total Net Revenue	876,3	918,5	920,8	923,1	925,4	927,7
Cost of sales (enter as -)	(404,9)	(413,3)	(409,7)	(406,2)	(407,2)	(408,2)
Gross Profit	471,4	505,2	511,0	516,9	518,2	519,5
Rights amortization(enter as -)	(97,2)	(110,2)	(110,5)	(110,8)	(111,0)	(111,3)
Selling, general & administrative (e	(140,1)	(137,8)	(133,5)	(129,2)	(124,9)	(120,6)
Operating profit (EBIT)	234,2	257,2	267,0	276,9	282,2	287,6
Interest income	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interest expense (enter as -)	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Other expense, net (enter as -)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)
Pretax profit	231,3	249,3	259,1	269,0	274,4	279,7
Taxes (enter expense as -)	(48,4)	(52,4)	(57,0)	(61,9)	(65,8)	(69,9)
Minority interests	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Net income	181,0	195,1	200,3	205,4	206,7	208,0
Depreciation & amortization	8,8	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
EBITDA	242,98	266,37	276,25	286,17	291,51	296,88
Stock based compensation	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adjusted EBITDA	242,98	266,37	276,25	286,17	291,51	296,88
<u>Growth rates & margins</u>						
Revenue growth	4,7%	4,8%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Gross profit margin	53,8%	55,0%	55,5%	56,0%	56,0%	56,0%
R&D % of sales	11,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
SG&A % of sales	16,0%	15,0%	14,5%	14,0%	13,5%	13,0%
Tax rate	20,9%	21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%

Estimaciones y Elaboración GPM.

Proyecciones: Escenario Base

CASH FLOW STATEMENT						
Fiscal year	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Fiscal year end date	dic. 2021	dic. 2022	dic. 2023	dic. 2024	dic. 2025	dic. 2026
Net income	181,0	195,1	200,3	205,4	206,7	208,0
Depreciation and amortization	8,8	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Decreases / (Increases) in working capital	37,0	(12,7)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)
Increases / (Decreases) in working capital	48,1	9,9	(0,9)	(0,9)	0,7	0,7
Other non current assets	(58,2)	(172,5)	(122,6)	(122,9)	(123,2)	(123,5)
Other non current liabilities	7,9	4,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Cash from operating activities	224,7	33,1	85,7	90,4	93,0	94,0
Capital expenditures	(7,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,1)	(8,1)
Cash from investing activities	(7,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,1)	(8,1)
Long term debt		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Commercial paper/ Revolver	0,3	0,7	1,0	1,0	1,0	(5,0)
Share repurchases	(0,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Common dividends	(1,5)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(1,8)
Cash from financing activities	(2,0)	0,0	0,3	0,3	0,3	(6,8)
Net change in cash during period	215,7	25,1	78,0	82,6	85,3	79,2

Proyecciones: Escenario Optimista

INCOME STATEMENT						
Fiscal year	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Fiscal year end date	dic. 2021	dic. 2022	dic. 2023	dic. 2024	dic. 2025	dic. 2026
Total Net Revenue	876,3	940,4	966,2	992,8	1.020,1	1.048,2
Cost of sales (enter as -)	(404,9)	(413,8)	(420,3)	(426,9)	(438,7)	(450,7)
Gross Profit	471,4	526,6	545,9	565,9	581,5	597,5
Rights amortization(enter as -)	(97,2)	(108,1)	(111,1)	(114,2)	(117,3)	(120,5)
Selling, general & administrative (e)	(140,1)	(134,0)	(132,9)	(131,5)	(130,1)	(128,4)
Operating profit (EBIT)	234,2	284,5	302,0	320,2	334,1	348,5
Interest income	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interest expense (enter as -)	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Other expense, net (enter as -)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)
Pretax profit	231,3	276,6	294,1	312,3	326,2	340,6
Taxes (enter expense as -)	(48,4)	(58,1)	(64,7)	(71,8)	(78,3)	(85,2)
Minority interests	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Net income	181,0	216,7	227,6	238,7	246,1	253,7
Depreciation & amortization	8,8	9,2	9,5	9,7	10,0	10,3
EBITDA	242,98	293,67	311,40	329,90	344,07	358,77
Stock based compensation	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adjusted EBITDA	242,98	293,67	311,40	329,90	344,07	358,77
<u>Growth rates & margins</u>						
Revenue growth	4,7%	7,3%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Gross profit margin	53,8%	56,0%	56,5%	57,0%	57,0%	57,0%
R&D % of sales	11,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
SG&A % of sales	16,0%	14,3%	13,8%	13,3%	12,8%	12,3%
Tax rate	20,9%	21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%

Estimaciones y Elaboración GPM

Proyecciones: Escenario Pesimista

INCOME STATEMENT						
Fiscal year	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Fiscal year end date	dic. 2021	dic. 2022	dic. 2023	dic. 2024	dic. 2025	dic. 2026
Total Net Revenue	876,3	896,6	876,4	856,7	837,4	818,6
Cost of sales (enter as -)	(404,9)	(412,4)	(398,8)	(385,5)	(376,8)	(368,4)
Gross Profit	471,4	484,1	477,6	471,2	460,6	450,2
Rights amortization(enter as -)	(97,2)	(112,1)	(109,5)	(107,1)	(104,7)	(102,3)
Selling, general & administrative (e)	(140,1)	(141,2)	(133,7)	(126,4)	(119,3)	(112,6)
Operating profit (EBIT)	234,2	230,9	234,4	237,7	236,6	235,3
Interest income	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interest expense (enter as -)	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Other expense, net (enter as -)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)	(8,9)
Pretax profit	231,3	223,0	226,5	229,8	228,7	227,4
Taxes (enter expense as -)	(48,4)	(46,8)	(49,8)	(52,9)	(54,9)	(56,9)
Minority interests	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Net income	181,0	174,4	174,9	175,2	172,0	168,8
Depreciation & amortization	8,8	9,2	9,0	8,8	8,6	8,4
EBITDA	242,98	240,07	243,43	246,52	245,16	243,74
Stock based compensation	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adjusted EBITDA	242,98	240,07	243,43	246,52	245,16	243,74
<u>Growth rates & margins</u>						
Revenue growth	4,7%	2,3%	(2,25%)	(2,25%)	(2,25%)	(2,25%)
Gross profit margin	53,8%	54,0%	54,5%	55,0%	55,0%	55,0%
R&D % of sales	11,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
SG&A % of sales	16,0%	15,8%	15,3%	14,8%	14,3%	13,8%
Tax rate	20,9%	21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%

Estimaciones y Elaboración GPM

Ratios Financieros

Ratios	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Trend
	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	
Profitability					
Return on Assets	16,5%	16,2%	11,4%	10,5%	■ ■ — —
Return on Capital	22,4%	21,4%	14,6%	14,1%	■ ■ — —
Return on Equity	22,2%	23,3%	17,7%	15,2%	■ ■ — —
Margin Analysis					
EBITDA Margin	44,1%	44,8%	45,8%	39,5%	■ ■ ■ —
EBIT Margin	26,4%	28,2%	27,9%	26,0%	— ■ ■ —
Earnings from Cont. Ops Margin	26,4%	28,2%	27,9%	26,0%	— ■ ■ —
Net Income Margin	20,6%	22,5%	21,6%	20,9%	— ■ ■ —
Normalized Net Income Margin	20,6%	22,5%	21,6%	20,9%	— ■ ■ —
Asset Turnover					
Total Asset Turnover	0,8x	0,7x	0,5x	0,5x	■ ■ — —
Fixed Asset Turnover	16,5x	16,6x	15,7x	18,4x	— — — ■
Accounts Receivable Turnover	16,5x	16,6x	15,7x	18,4x	— — — ■
Inventory Turnover	32,2x	18,4x	12,5x	24,5x	■ ■ — —
Short Term Liquidity					
Current Ratio	1,7x	1,6x	2,6x	1,9x	— — ■ —
Quick Ratio	1,5x	1,3x	2,4x	1,8x	— — ■ —
Cash from Ops. To Curr Liab	0,7x	0,5x	1,4x	1,0x	— — ■ —
Avg. Days Sales Out.	86,1x	87,8x	106,5x	102,4x	— — ■ ■
Avg. Days Inventory Out.	11,3x	19,8x	29,2x	14,9x	— ■ ■ —
Avg. Days Payable Out.	282,4x	303,3x	369,1x	251,9x	— ■ ■ —
Long Term Solvency					
Total Debt/Equity	0,0%	19,8%	26,8%	4,8%	— ■ ■ —
Total Debt/Capital	0,0%	16,5%	21,1%	4,6%	— ■ ■ —
LT Debt/Equity	0,0%	19,8%	26,7%	4,7%	— ■ ■ —
LT Debt/Capital	0,0%	16,4%	21,1%	4,5%	— ■ ■ —
Total Liabilities/Total Assets	3,1%	16,6%	21,6%	8,5%	— ■ ■ —
EBIT / Interest Exp.	104,5x	331,1x	104,4x	16,0x	— ■ ■ —
EBITDA / Interest Exp.	174,9x	526,3x	171,4x	24,3x	— ■ ■ —
(EBITDA-CAPEX) / Interest Exp.	171,8x	516,7x	167,8x	23,9x	— ■ ■ —
Total Debt/EBITDA	0,00x	0,43x	0,79x	0,18x	— ■ ■ —
Net Debt/EBITDA	-0,39x	0,12x	-0,07x	-0,68x	■ — — ■

Fuente Bloomberg

Ratios Bursátiles

Multiples	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Trend
	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	
TEV / LTM Total Revenue					
Close	1,67x	2,03x	1,66x	1,22x	
Average	2,36x	1,89x	1,32x	1,87x	
High	3,22x	2,20x	2,03x	2,26x	
Low	1,65x	1,56x	0,99x	1,22x	
TEV / LTM EBITDA					
Close	3,79x	4,53x	3,62x	3,09x	
Average	5,17x	4,28x	2,95x	4,09x	
High	7,04x	4,98x	4,54x	4,94x	
Low	3,60x	3,53x	2,20x	3,09x	
TEV / LTM EBIT					
Close	6,34x	7,20x	5,94x	4,70x	
Average	9,49x	7,15x	4,68x	6,71x	
High	12,94x	8,34x	7,21x	8,11x	
Low	6,34x	5,91x	3,50x	4,70x	
Price / LTM EPS					
Close	8,97x	8,75x	7,47x	6,85x	
Average	12,59x	10,01x	5,60x	8,60x	
High	16,66x	11,53x	8,77x	10,15x	
Low	8,97x	8,42x	4,12x	6,73x	
Price / Book Value					
Close	1,99x	2,03x	1,26x	1,01x	
Average	2,78x	2,22x	1,30x	1,45x	
High	3,68x	2,55x	2,04x	1,71x	
Low	1,99x	1,86x	0,96x	1,01x	
Price / Tangible Book Value					
Close	6,17x	6,91x	2,18x	1,59x	
Average	9,58x	6,88x	4,41x	2,51x	
High	12,68x	7,93x	6,92x	2,96x	
Low	6,17x	5,79x	2,18x	1,59x	
Price / Cash Flow					
Close	4,92x	5,14x	4,34x	3,66x	
Average	5,85x	5,49x	3,29x	4,99x	
High	7,74x	6,33x	5,15x	5,89x	
Low	4,23x	4,62x	2,42x	3,66x	
Dividend Yield					
Close	4,66	5,40	0,00	0,00	
Average	5,64	4,21	8,76	0,00	
High	7,58	5,40	11,47	0,00	
Low	4,14	3,62	0,00	0,00	

Fuente Bloomberg

Valoración

Valoración x Tasa de Crecimiento a perpetuidad (residual)

Terminal value - growth in perpetuity approach	
Long term growth rate	1,0%
2026 FCF x (1+g)	219,1
Terminal value in 2026	1.980,3
Present value of terminal value	1.142,8
Present value of stage 1 cash flows	738,0
Total enterprise value (TEV)	1.880,9
<i>Terminal value as % of TEV</i>	<i>60,8%</i>
<i>Stage 1 cash flows as % of TEV</i>	<i>39,2%</i>
<i>Implied TV exit EBITDA multiple</i>	<i>6,7x</i>

Elaboración y Estimaciones GPM

Valoración x Multiplicador EBITDA residual

Terminal value - EBITDA multiple approach	
Terminal year EBITDA	296,9
EBITDA multiple	7,0x
Terminal value in 2026	2.078,1
Present value of terminal value	1.199,3
Present value of stage 1 cash flows	738,0
Enterprise value (stage 1 + 2)	1.937,3
<i>Terminal value as % of TEV</i>	<i>61,9%</i>
<i>Cash flows as % of TEV</i>	<i>38,1%</i>
<i>Implied terminal growth rate</i>	<i>1,5%</i>

Elaboración y Estimaciones GPM

Resumen de Valoración

Valoración	Perpetuity		EBITDA	
	Enterprise value	1.880,9	1.937,3	
Net debt	(266,0)	(266,0)		
Equity value	2.146,9	2.203,3		
Shares outstanding	313,2	313,2		
Equity value per share	€ 6,86	€ 7,04		
Promedio € 6,95				
	Last twelve months (LTM)			
	Perpetuity		EBITDA	
EV / Revenue	2,1x	2,2x		
EV / EBITDA	7,6x	7,8x		
EV / EBIT	7,9x	8,1x		
	Year 1			
	Perpetuity		EBITDA	
EV / Revenue	2,0x	2,1x		
EV / EBITDA	7,1x	7,3x		
EV / EBIT	7,3x	7,5x		

Elaboración y Estimaciones GPM

Análisis de Sensibilidad

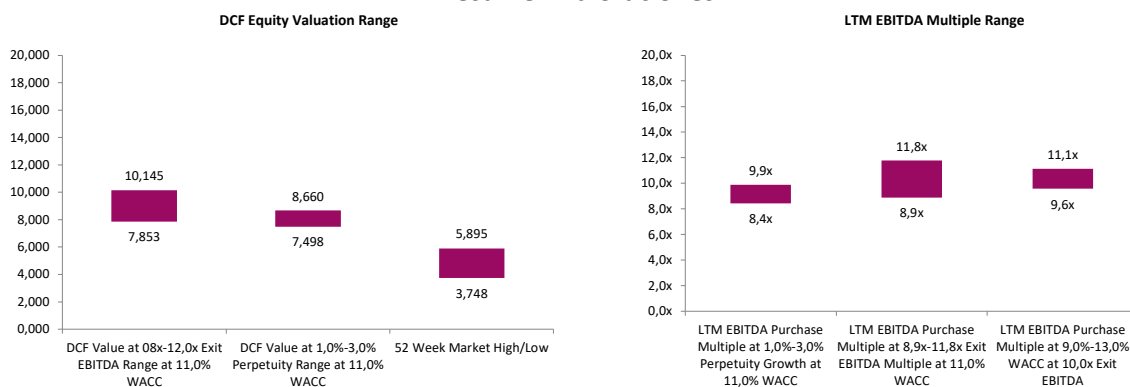
Equity value per share						LTM EBITDA multiple					
Long term growth rate (g):											
€6,86	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	7,6x	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC: 13,0%	6,39	6,55	6,72	6,90	7,11	13,0%	7,0x	7,2x	7,4x	7,7x	7,9x
12,0%	6,89	7,09	7,30	7,54	7,80	12,0%	7,7x	7,9x	8,2x	8,5x	8,8x
11,0%	7,50	7,74	8,01	8,32	8,66	11,0%	8,4x	8,7x	9,1x	9,5x	9,9x
10,0%	8,24	8,55	8,91	9,31	9,77	10,0%	9,4x	9,8x	10,2x	10,7x	11,3x
9,0%	9,16	9,58	10,05	10,60	11,24	9,0%	10,5x	11,1x	11,7x	12,4x	13,2x

Elaboración y Estimaciones GPM

Equity value per share						LTM EBITDA multiple					
Exit EBITDA Multiple						Exit EBITDA Multiple					
€7,04	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	7,8x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
WACC: 13,0%	7,36	7,89	8,41	8,94	9,46	13,0%	8,2x	8,9x	9,6x	10,2x	10,9x
12,0%	7,60	8,15	8,70	9,25	9,80	12,0%	8,6x	9,2x	9,9x	10,6x	11,3x
11,0%	7,85	8,43	9,00	9,57	10,15	11,0%	8,9x	9,6x	10,3x	11,1x	11,8x
10,0%	8,12	8,72	9,32	9,91	10,51	10,0%	9,2x	10,0x	10,7x	11,5x	12,2x
9,0%	8,40	9,02	9,65	10,27	10,90	9,0%	9,6x	10,4x	11,1x	11,9x	12,7x

Elaboración y Estimaciones GPM

Resumen Valoraciones



Elaboración y Estimaciones GPM

DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida a Iberclear y al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de estas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. 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.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad 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 en estos casos necesario 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 de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo.

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.