

MEDIASET ESPAÑA

Medios de comunicación y publicidad

MFE – MediaForEurope: fusión de TL5 y Mediaset

VENDER (desde 28/02/19; anterior COMPRAR)
 Andrés Bolumburu Cámara 917829158
 bolumburua@bancsabadell.com

Cierre (07-06-19): 6,91 euros/acc.
P.O.: 7,10 euros/acc. (potencial +2,72%)

- **Los consejos de administración de Mediaset Italia** (controla un 51,63% del capital de TL5 y un 53,98% de los derechos de voto) y **Mediaset España (TL5) han acordado proponer a sus accionistas la creación de una nueva sociedad matriz a través de una fusión entre Mediaset y TL5, que se denominará MFE – MediaForEurope.** Se trata de una sociedad holding en los Países Bajos, que cotizará en Milán y Madrid, y con residencia fiscal en Italia.
- **La operación busca la creación de un grupo de medios y entretenimiento paneuropeo,** con posición de liderazgo en sus mercados domésticos y una dimensión superior para competir (audiencia combinada de 107 M de espectadores) y con potencial para expandirse por otros países concretos de Europa.

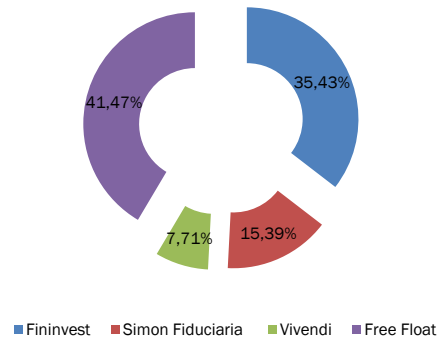
TÉRMINOS DE LA OPERACIÓN

- **Cada accionista de Mediaset recibirá 1 acción de MFE, mientras que cada accionista de TL5 recibirá 2,33 acciones de MFE. Esto supone valorar las acciones de TL5 a 6,28 euros/acc.** (-9,1% vs cierre del viernes, -1,2% vs cierre del jueves y -11,5% vs nuestra valoración). Esta valoración surge de una comisión de fusión compuesta por 3 miembros independientes y uno externo, habiéndose abstenido de participar en el proceso los consejeros ejecutivos y dominicales de TL5.
- Las acciones de autocartera de Mediaset y TL5 (3,73% y 4,36% respectivamente) no se canjearán y se extinguirán en la fecha de efectividad de la fusión. En este sentido, **TL5 ha puesto fin a su plan de recompra de acciones** (estaba previsto una recompra de 200 M euros o un 10% de la compañía) **llevando invertidos un total de 95,5 M euros para la compra de 14,4 M acciones** (4,36% del número total de acciones).
- **La fusión estará sujeta a la aprobación por los accionistas de ambas compañías** (se convoca JGE el 4 de septiembre'19) y **al cumplimiento de las siguientes condiciones suspensivas:** (i) obtención de autorizaciones regulatorias pertinentes, y (ii) el importe en efectivo a pagar por Mediaset y TL5 a los accionistas que ejerciten sus derechos de oposición a la fusión no excederá en su conjunto a 180 M euros. En este último caso, **para los accionistas que no voten a favor de la fusión tendrán derecho a ejercitar su derecho de separación dentro del mes siguiente a la publicación en el BORME de la aprobación de la fusión por la JGA de TL5. El precio que se abonará a estos accionistas será de 6,544 euros/acc.** (-7,8% vs nuestro P.O., -5,3% vs cierre del viernes y +2,9% vs cierre del jueves) que se corresponde al precio medio de cotización de TL5 durante el último trimestre anterior a la fecha de suscripción del proyecto de fusión y anuncio de la operación. Para los accionistas de Mediaset, se les abonaría 2,77 euros/acc. (+2,7% vs cierre del viernes). Por tanto, el límite estaría entre el 8,4% de la base accionarial de TL5 y el 5,5% de la de Mediaset.
- MFE tiene previsto distribuir a sus accionistas **dividendos por un importe de 100 M euros** (c.2,4% yield), así como una recompra de **acciones de 280 M euros** (c.6,8% capitalización conjunta de ambas compañías, a un precio máximo de 3,4 euros/acc.). A los 280 M euros de recompra, habría que restarle lo que se pague a los accionistas que se opongan a la operación. A largo plazo la remuneración no será inferior al 50% del beneficio neto consolidado.
- Además, **esperan obtener unas eficiencias de costes de unos 100-110 M euros** (antes de impuestos) de 2020-2023 (c.3,4% del OPEX conjunto; y c.10% excluyendo contenidos), **lo que representa aproximadamente un VAN de 800 M euros** (c.19,5% de la capitalización conjunta de ambas compañías). Consideran este objetivo conservador y esperarían poderlo superar. Esperan 20 M euros en 2020.
- **MFE adoptará una estructura de acciones de lealtad,** que otorgará acciones especiales de voto a los accionistas que se mantengan a largo plazo. De esta forma, a los accionistas que se mantengan ininterrumpidamente se les irán asignando más derechos de voto según vayan transcurriendo los años.

CALENDARIO DE LA OPERACIÓN

- 7 junio'19: anuncio de la operación
- 4 septiembre'19: Juntas Generales Extraordinarias de Mediaset y TL5.
- Se prevé que la fusión se haga efectiva durante el 4T'19.

COMPOSICIÓN ACCIONARIAL

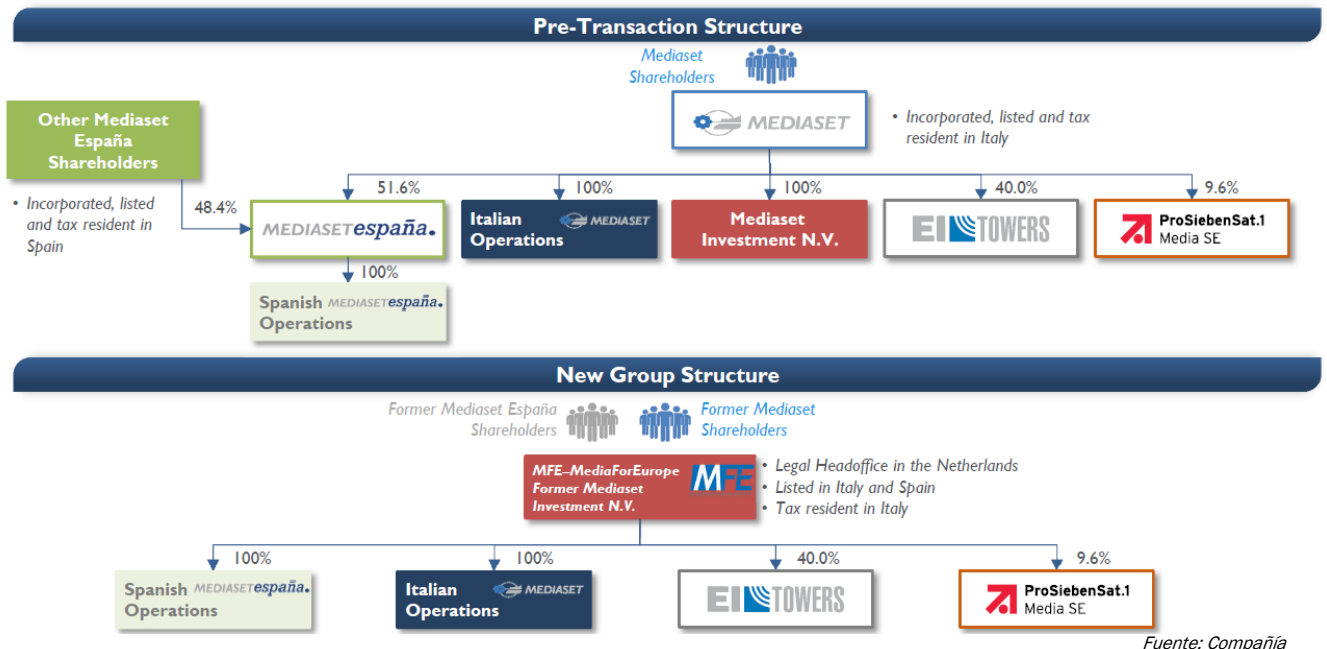


Fuente: Compañía

CONCLUSIÓN

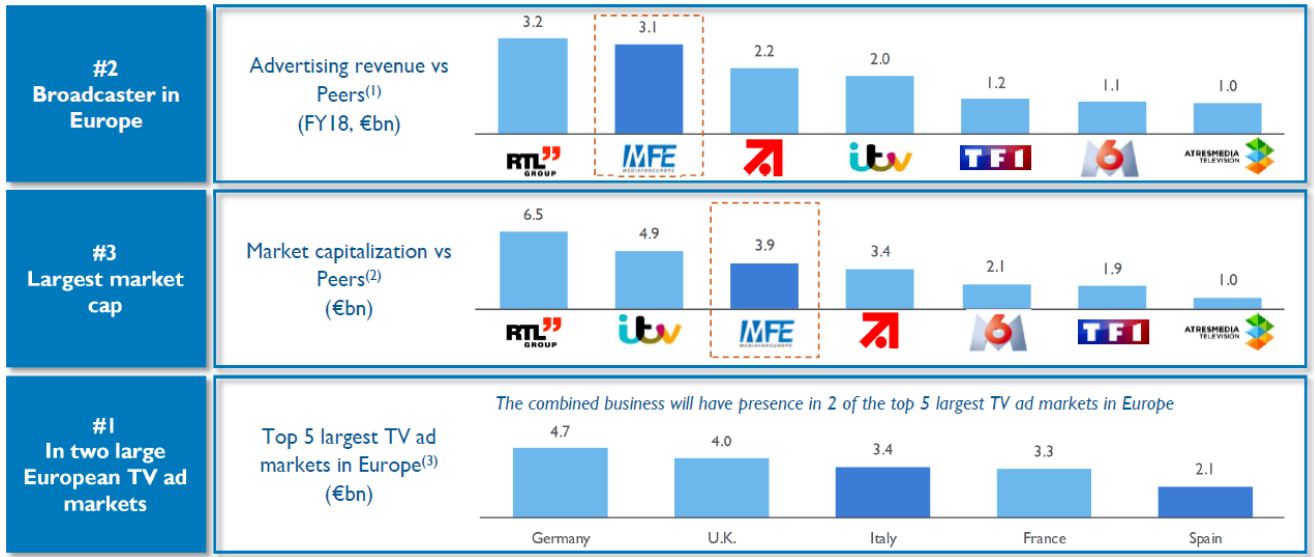
- Se trata de un movimiento que busca posicionar ambas compañías de cara al reto que supone la mayor competencia de las plataformas OTT y la mayor debilidad del entorno publicitario de TV. Los accionistas de TL5 ganarían exposición al negocio de Broadcasting, Pay-TV y Radio en Italia, además de exposición a Alemania a través de la participación del 9,6% en ProSiebensat 1. Además, participarían de una compañía de mayor tamaño: el EBIT'18 ajustado de la compañía resultante ascendería a 347,7 M euros (+35% vs TL5 stand alone) con acceso a sinergias relevantes que cuantifican en 100-110 M euros para 2020-23 (VAN 800 M euros). Por el lado negativo, se reduciría significativamente la retribución (desde el c.15% actual al c.9% con MFE, incluyendo recompras de acciones) y la solidez financiera de la compañía (pasa de tener una caja neta de 193 M euros en 1T'19 a una DFN de 791 M euros; 2,27x EBIT'18). Por su parte, creemos que existe riesgo de que no llegue a buen puerto puesto que desde nuestro punto de vista la limitación de pagar un total de 180 M euros a los accionistas que ejerciten sus derechos de oposición no parece muy holgada. En cualquier caso, no será hasta el 4 de septiembre'19 cuando se hagan las JGE para la votación de la fusión.
- La ecuación de canje no parece suficientemente atractiva (6,28 euros/acc. un -9,1% vs cierre del viernes, -1,2% vs cierre del jueves y -11,5% vs nuestra valoración) ni tampoco los derechos de oposición (6,544 euros/acc. -5,3% vs cierre del viernes y +2,9% vs cierre del jueves y un-7,8% vs nuestro P.O.). Los ratios implícitos del canje serían de EV/EBIT'19e 7,4x y PER'19e 11,1x para TL5 y de 9,3x y 9x para Mediaset, respectivamente. Hay que recordar que Mediaset se consolida TL5 (que representa el c.73% del EBIT'18 ajustado).
- La clave desde ahora será la valoración de la fusionada, que considerando todas las sinergias, ofrecería valoraciones para TL5 de c.7,6 euros/acc. (+7% vs nuestro P.O., +10% vs cierre del viernes y +20% vs precio de la ecuación de canje). No creemos que el potencial sea lo suficientemente atractivo, y además existe riesgo de que la operación salga adelante, a parte de que implica participar de una compañía menos rentable y con menor retribución.

ESTRUCTURA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Compañía

MFE- EN EUROPA



Combined group will have access to a combined audience of 107mm people

Fuente: Compañía

Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Construcción, materiales de
construcción, inmobiliarias y
REITS**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Distribución, retail, logística,
alimentación y bebidas**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de
Crédito**

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimers in asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece en un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe 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. 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 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.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell 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; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 13 de mayo de 2019, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: NATRA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.