

IberianValue

IDEAS DE VALOR

**V ENCUENTRO ANUAL DE REFERENCIA
ENTRE INVERSORES Y GESTORES**

Salvador de Miguel Sánchez

Gestor

Singular AM

El análisis fundamental de compañías se basa en el principio de Valor Presente, también conocido como Descuento de Flujos de Caja o Modelo de Descuento de Dividendos

$$PV = \frac{E_1}{Rf + d - g}$$



UNIVERSAL
UNIVERSAL MUSIC GROUP

CANAL+
GROUP

HAVAS
GROUP

editis
E

G
GAMELOFT

vivendi
village

dailymotion

Descripción de la compañía

Precio: 29€/acc

Capitalización
Bursátil: €30bn

Deuda neta: €5,3bn

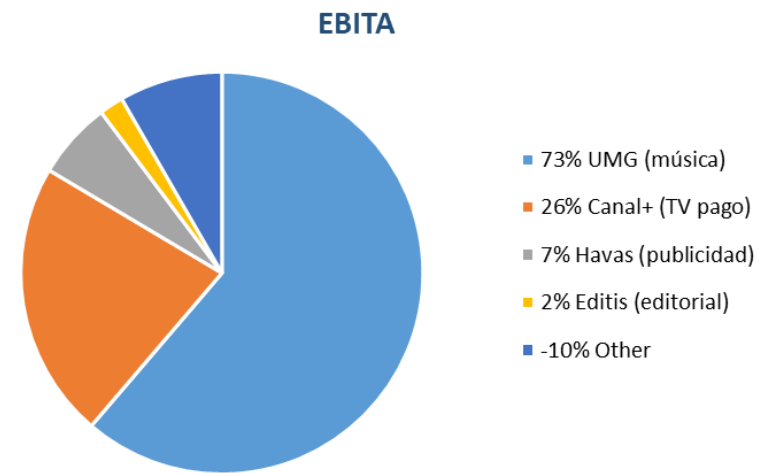
Potencial: 45%

Estructura financiera
compleja

• Conglomerado/holding

• Inversiones financieras

	Vivendi	CAGR 5Y
Ventas	€16 bn	12%
EBITDA	€2,5 bn	24%
EBITA	€1,6 bn	26%
ND/EBITDA	2,2X	



Descripción de la compañía

- Canal+
 - + Segunda plataforma de TV de pago de Europa
 - + TV Francia, TV Internacional, StudioCanal
- Havas
 - + Agencia de publicidad, negocio maduro
- Editis
 - + Compañía editorial, contenido principalmente en francés
- Participaciones cotizadas
- Participaciones no cotizadas

	Ventas	EBITA
Canal+	€5,5 bn	€435 bn
Havas	€2,1 bn	€120 bn
Editis	€700m	€38 bn
Participaciones cotizadas		
	Market Cap	Share
T.Italia	6.799	23,9%
Mediaset	3.350	28,8%
Lagardère	3.654	27,0%
Multichoice	3.145	12,0%
Spotify	42.660	4,0%
Preparaciones no cotizadas		
		Share
Banijay Group		32,9%
VEVO		49,4%

UMG – Universal Music Group

Compañía
discográfica líder

Mercado
oligopolístico

Fuertes
barreras de entrada

Valor estratégico
del contenido

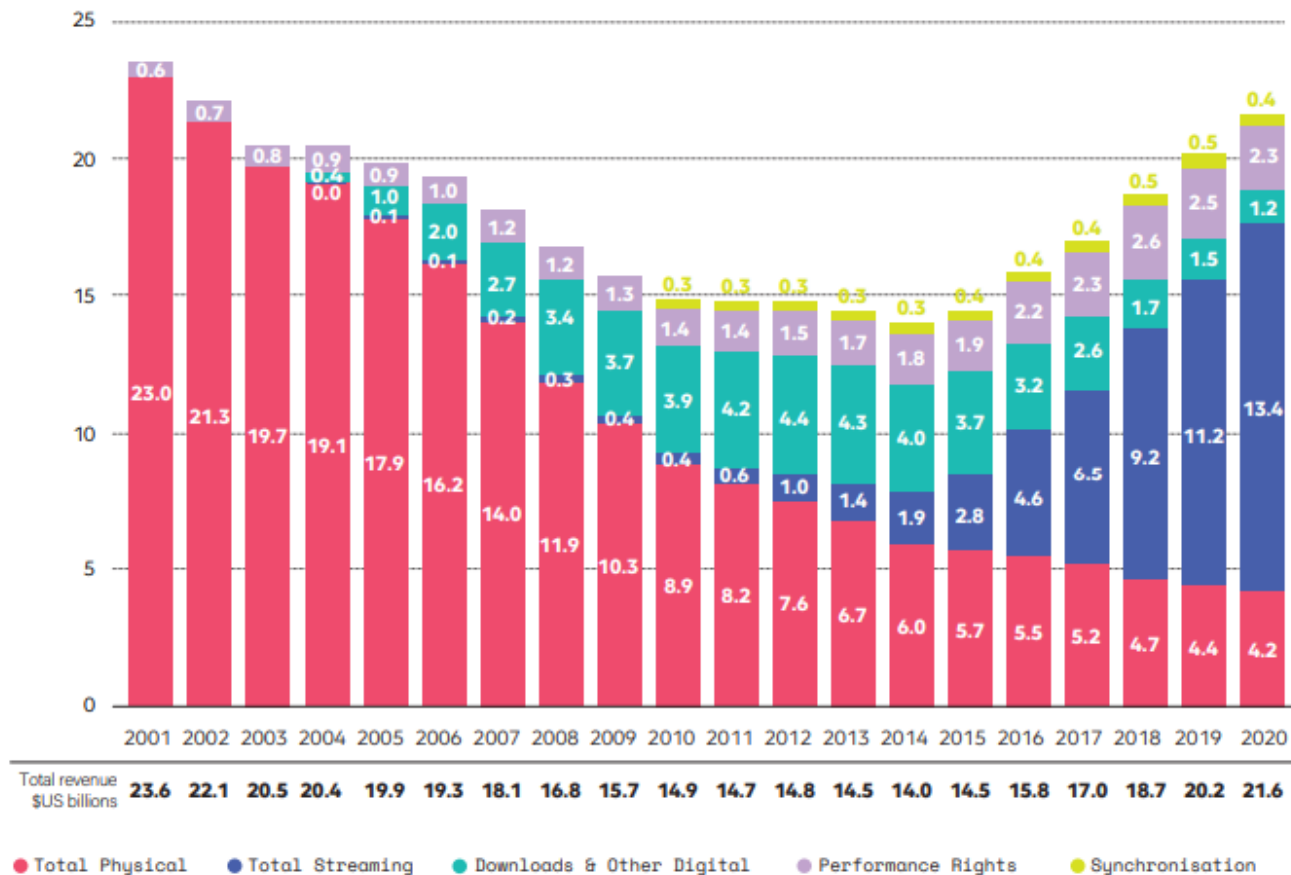
Cuotas de mercado

	Recorded music		Music publishing
UMG	33%	UMG	20%
Sony	22%	Sony	27%
Warner	18%	Warner	12%
Other	27%	Other	41%

*“You can’t replicate Michael Jackson, Sting,
Elvis, The Beatles, etc.”*

Transformación de la industria musical

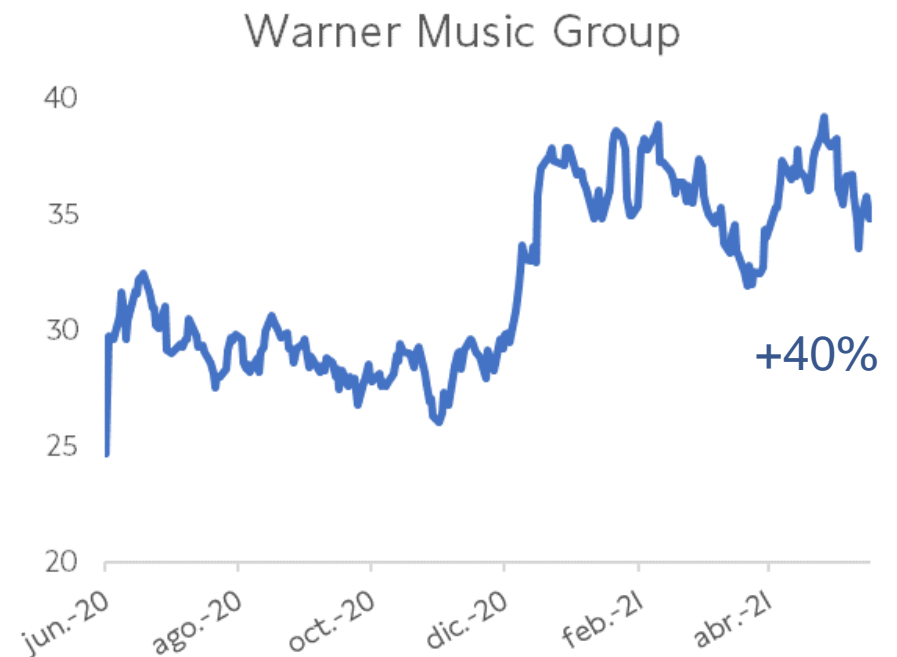
GLOBAL RECORDED MUSIC INDUSTRY REVENUES 2001-2020 (US\$ BILLIONS)



- Cambio de paradigma: del CD al streaming
- Suscripciones: mayor monetización
- Suscripción: acceso vs. compra: CD
- Digital retailers: Spotify, Apple, Amazon, Tencent, Google
- Mercado potencial: la música es universal
- Suelo en 2014, tras una caída de ingresos en el sector del 40% desde el año 2000

Cristalización del valor de UMG

- Diciembre 2019 Tencent adquiere un 10% de UMG: valoración de €30.000M
- IPO de Warner Music Group en junio de 2020
- Diciembre de 2020 se materializa la venta de otro 10%
- Febrero 2021: Vivendi acuerda repartir a sus accionistas un 60% de UMG antes de final de 2021
- Vivendi está estudiando vender un 10% adicional mediante IPO o a un inversor norteamericano



Valoración actual

Vivendi	2020	2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA	14,6	12,7	11,5	10,7
EV/EBIT	21,7	17,3	14,9	13,6
P/E	28,8	24,7	21,7	20,2
FCF Yield	5,0%	5,3%	6,0%	6,5%

Warner	2020	2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA	25,1	22,3	19,1	16,1
EV/EBIT	39,8	34,5	27,3	23,2
P/E	62,7	50,6	34,8	27,3
FCF Yield	2,0%	1,2%	3,1%	3,7%

Valoración: ¿Cuánto vale UMG?

2022	EBITA	Múltiple	EV
Canal+	490	12,0	5.880
Havas	229	9,0	2.061
Editis	62	11,0	682
Otros	-131	10,0	-580
TOTAL			8.044

Participaciones cotizadas (TI, Mediaset, Spotify...)	5.400
Participaciones no cotizadas (VEVO, Banijay)	300

	@Tencent Valuation	@WMG Valuation
UMG	28.000	38.500
EV	41.744	52.244
DN y otros ajustes	-8.550	-8.550
Equity	33.194	43.694

Capitalización bursátil	30.000
--------------------------------	---------------

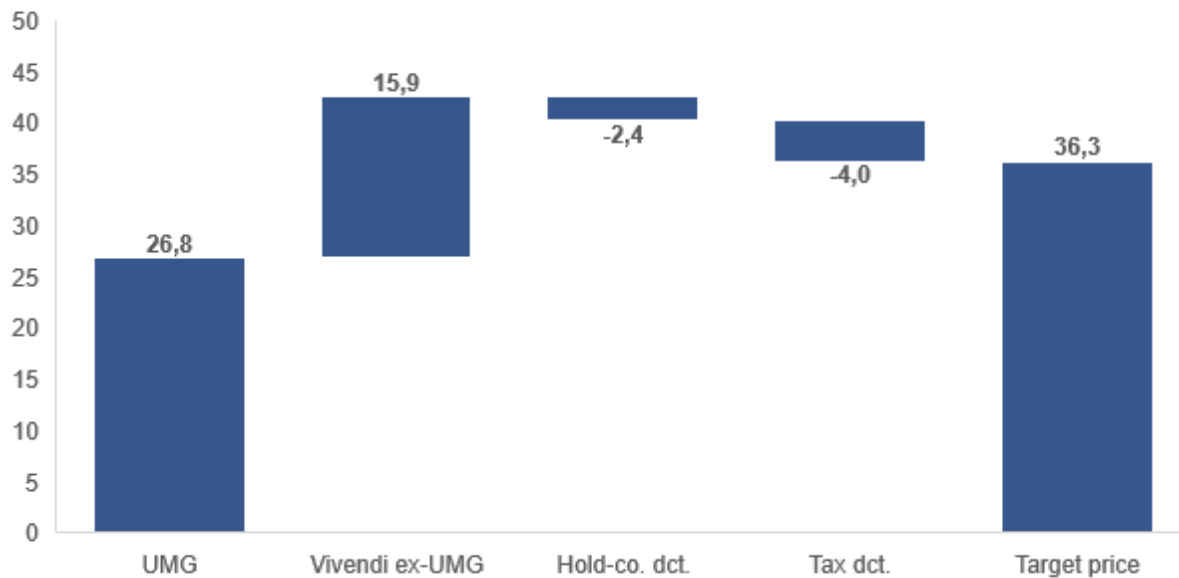
- La participación de Tencent fue adquirida en 2019 a un múltiplo EV/EBIT de 20x
- WMG cotiza a 27,5x 2022 tras revalorizarse un 40% desde el IPO

2022	UMG	Warner
Ventas	8.650	5.600
EBIT Mg	20%	14%
EBIT 5Y Avg	17%	10%

- Valoraciones razonables para el resto de negocios o precios de mercado

Clave: el impacto fiscal del dividendo

Valoración @Warner (€ por acción)



- Demerger mediante un dividendo extraordinario
- Los accionistas de Vivendi reciben en su bolsillo acciones de UMG
- Diferente tratamiento fiscal según el tipo de accionista: desde el 1% hasta el 30%
- Fondos, SICAVs, UCITs vs. HF, accionistas particulares

Conclusiones

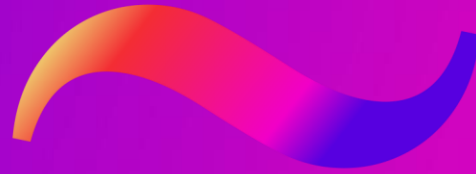
Vivendi es un holding formado por varios negocios ligados al sector de la comunicación y el entretenimiento

UMG es un activo extraordinario, de crecimiento y calidad

Vivendi cotiza a múltiplos aparentemente exigentes

Sin embargo, realizando una suma de partes de los distintos negocios, cotiza a un elevado descuento respecto a su valor presente

El tratamiento fiscal del demerger de UMG es clave para determinar el potencial para el inversor, que puede ser superior al 40%



IberianValue

IDEAS DE VALOR