

TELEVISIÓN >

Mediaset: el proyecto de fusión no suena bien para los minoritarios

Con la valoración de la opa de MFE sobre su filial española, a los minoritarios de Mediaset España se les está negando un porcentaje importante del valor de la empresa



Pier Silvio Berlusconi, CEO de MFE.
AGENCIA GETTY (NURPHOTO VIA GETTY IMAGES)

LUIS URQUIJO**PARA LOS QUE HAN CAMBIADO DE CIUDAD, DE PAREJA**VENTA EXCLUSIVA EN
EL PAÍS



Una variable importante que algunos inversores tienden a menospreciar a la hora de invertir en una compañía tiene que ver con los objetivos e intereses de aquellos con los que estás coinvertiendo, máxime si estos tienen un porcentaje mayoritario del capital y/o la capacidad significativa de decidir sobre su futuro estratégico. Entender bien cuáles son las prioridades de esos otros accionistas es, en muchos casos, tan relevante o más que las propias expectativas operativas y estratégicas de la compañía donde pretendes invertir.

Los inversores minoritarios, sobre todo los que invierten en compañías cotizadas, es posible que no presten mucha atención a esta cuestión, entre otras cosas, porque en la mayoría de los casos es una variable difícil de valorar. Los inversores institucionales se suelen tomar este asunto con mayor seriedad ya que puede tener, como veremos hoy, implicaciones nada deseables en la rentabilidad final de su inversión.

Recientemente, hemos conocido los términos del proyecto de fusión planteado por MediaForEurope (MFE), conocida anteriormente como Mediaset Spa, por el cual pretenden adquirir los minoritarios de Mediaset España (ME), conocida coloquialmente como Telecinco, para, posteriormente, fusionar ambas compañías.

MFE ofrece a los minoritarios de ME dos opciones: 1) recibir siete acciones de MFE (clase A) por cada acción de ME, lo que equivale a valorar las acciones de ME en, aproximadamente, 2,95 euros por acción, o 2) aceptar una oferta en metálico a 3,27 euros por acción en concepto de derecho de separación, en el caso de que no quisieran recibir acciones de MFE.

Los consejos de administración, tanto de MFE como de ME, han firmado ya el proyecto de fusión y quedaría solo pendiente que se autorice dicha fusión por ambas juntas generales, lo que previsiblemente ocurrirá a lo largo del próximo mes de marzo.

Antes de entrar en materia, tenemos que recordar que MFE controla más del 82% de las acciones de ME, lo que implica que controla su consejo de administración y lógicamente tendrá una mayoría en la votación que se celebre en la junta general de accionistas de ME del próximo marzo, lo que hace muy probable que esta operación salga adelante en los términos descritos hasta ahora.

Asumiendo, por tanto, que no va a haber cambios en la oferta, ¿en qué medida la valoración que han establecido los consejos de MFE y ME es justa para los accionistas minoritarios de ME?

MFE, a través de su mejor oferta, que es la que valora las acciones de ME en 3,268 euros por acción, valora implícitamente ME en 1.028 millones de euros. La otra oferta, además de ser inferior por la valoración de las acciones que recibirías de MFE, tiene, como siempre, el riesgo de que la valoración de lo que recibes sea la correcta y entrar en esta materia nos daría para otro artículo.

Si tomamos como referencia estos 1.028 millones de euros y analizamos la situación patrimonial de ME (a cierre del tercer trimestre de 2022), vemos cómo la compañía tenía un muy sólido balance, con una posición de caja neta de 422 millones de euros (previsiblemente mejorará aún más a cierre de 2022).

Aquí tenemos un primer dato muy relevante. Cualquier accionista que comprara el 100% del capital de ME se encontraría con la capacidad de distribuirse una gran parte de esa caja en dividendo, haciendo que lo que efectivamente paga por la compañía no sean 1.028 millones, sino una cifra cercana a 600 millones de euros.

Si seguimos analizando el balance de ME, nos encontramos que, además, tiene una inversión financiera en Prosieben (cadena de televisión alemana), equivalente al 13,2% del capital, con un valor de mercado de aproximadamente 300 millones de euros. Siguiendo con el mismo ejercicio teórico que hicimos anteriormente, el comprador de ME podría vender la totalidad de estas acciones y pagarse otro dividendo por ese importe, lo que reduciría aún más el precio pagado por ME, bajando de 600 a 300 millones de euros.

Hasta aquí la parte más tangible de la valoración. No hay elementos subjetivos sobre las sumas y restas que hemos hecho porque la aritmética es sencilla: resto de lo que pago lo que puedo llevarme al día siguiente. Después de ajustar esta cifra, el accionista que se quede con el 100% de ME, por un precio efectivo de unos 300 millones de euros, seguiría teniendo en propiedad la operación de la cadena de televisión Telecinco en España, que a día de hoy genera unos beneficios ordinarios de más de 150 millones de euros al año, y lo que es más importante, un flujo de caja libre muy similar a este importe (caja libre es la caja de la que puede disponer un accionista después de que la compañía haga frente a sus impuestos, gastos financieros, necesidades de circulante e inversiones).

MFE, por tanto, estaría pagando un valor implícito por el negocio de ME de unos 300 millones euros, por un negocio que sigue generando más de 150 millones de beneficios al año, lo que supone pagar un múltiplo PER de tan solo ¡dos veces! y podría pagarse un dividendo anual de entre 120 y 150 millones de euros, obteniendo una rentabilidad por dividendo de entre un 40% y un 50%. No hay que ser un experto financiero para entender que a los minoritarios de ME, con esta valoración, se les está negando, por utilizar un término educado, un porcentaje importante del valor de ME.

Valorar una empresa no es una ciencia exacta, máxime cuando esta valoración se basa en muchos futuribles. En el caso que nos ocupa, un 70% del valor implícito que paga MFE por ME se corresponde con la caja e inversiones financieras líquidas, y el otro 30% lo paga por un negocio relativamente estable (más allá de los altibajos de la publicidad) como es la actividad de Telecinco en España.

Un múltiplo de beneficios razonable, incluso para una empresa que no tenga crecimiento, debería estar más próximo a las siete veces beneficios, múltiplo al que “casualmente” cotiza Atresmedia, que es el comparable más evidente de ME y múltiplo al que también, casualmente, cotiza la propia MFE.

Si aplicamos estas siete veces a los 150 millones de resultados de ME, implicaría valorar las operaciones de Mediaset en España en más de 1.000 millones de euros, cifra a la que posteriormente habría que

(innecesariamente) y de que se empezara a entrever esta fusión.

Es indudable que, en este caso, concurren circunstancias que no solo dejan entrever un enorme desequilibrio en la valoración ofrecida, sino que ponen de manifiesto el gran *desalineamiento* entre los intereses de los accionistas mayoritarios y el de los minoritarios, máxime cuando los primeros son, en este caso, juez y parte en ambos lados de la operación.

Algunos tuvimos la suerte intuir que los acontecimientos se iban a desarrollar en una línea muy poco agraciada para los minoristas de ME hace ya tiempo. Señales de alerta como la cancelación injustificada del pago de dividendos, mientras la compañía seguía generando un saludable flujo de caja y la utilización de parte de este flujo para comprar acciones de ProSieben eran ya un claro manifiesto de intenciones que, si nadie lo remedia, se terminará consumando en una gran cantidad de pérdida de valor para muchos accionistas en favor de otros. Lo dicho, un claro ejemplo de intereses desalineados y de por qué se debe tener muy presente esta problemática antes de invertir en una compañía.

Luis Urquijo es consejero delegado de Muza Gestión de Activos SGIIC

Sigue toda la información de **Cinco Días** en [Facebook](#), [Twitter](#) y [LinkedIn](#), o en [nuestra newsletter](#) *Agenda de Cinco Días*

Comentarios - 1 

Normas

ARCHIVADO EN

Empresas

Se adhiere a los criterios de



Más información >

CONTENIDO PATROCINADO

El algoritmo inteligente que te ayuda a hablar inglés como lo haces en español

OPINIÓN

Experta en lingüística explica cómo hablar inglés con solo 15 minutos de estudio al día

OPINIÓN

¡Tu vida digital merece una protección completa!

Madonna estalla contra quienes la criticaron por su físico: “Estoy atrapada en la discriminación por edad y misoginia”

EL PAÍS

Pablo Echenique: “Voy sin calzoncillos y Ione sin sujetador, tenemos el mismo derecho”

EL PAÍS

Yolanda Díaz: “Con un salario de 400.000 euros, Garamendi podrá hacer ver que hay que subir sueldos a los trabajadores”

EL PAÍS

NEWSLETTER

Recibe la Agenda de Cinco Días con las citas económicas más importantes del día

LO MÁS VISTO

1. Xiaomi lanza un nuevo cargador para móvil de gran velocidad a precio de risa
 2. Estrenos de la semana del 13 de febrero de 2023 en Netflix, HBO Max, Prime Video, Disney+ y Apple TV+
 3. Cómo ver historias de Instagram sin que nadie se pueda dar cuenta
 4. Cómo eliminar o desactivar tu cuenta de Facebook paso a paso
 5. 50 Atajos de teclado para Word que cambiarán tu forma de trabajar
-

BUSCAR BOLSAS Y MERCADOS

Buscar



IBEX 35 NASDAQ EUR/USD



COLECCIÓN FRANCO
CADA DOMINGO UNA NUEVA ENTREGA

POR **5,95€**

CONSÍGUELA

Servicios

[CALCULAR IRPF](#)

[SIMULADOR HIPOTECA](#)

[SUELDO NETO](#)

[PLANIFICA TU JUBILACIÓN](#)

[CAMBIO DIVISAS](#)

[DIRECTORIO EMPRESAS](#)

[COTIZACIONES](#)

[APP IOS](#)

[APP ANDROID](#)

