

# RECOLETOS



## EL PRECIO, LA CLAVE

Tras el extraordinario estreno bursátil de PRISA, le llega el turno a RECOLETOS. Si bien el precedente es bueno (una de las OPVs más rentables de este año), el factor determinante va a ser el precio de salida de RECOLETOS, más decisivo que en la colocación de PRISA por varios motivos:

- **PRISA, comparación obligada:** PRISA fue la primera empresa multimedia cotizada en el mercado español, lo que le daba un doble atractivo por la novedad y la no existencia de comparables, lo que no ocurre en el caso de RECOLETOS. Ahora los inversores podrán apostar por el sector en España vía PRISA o RECOLETOS.
- **PEARSON, la matriz de RECOLETOS,** cotiza en bolsa, lo que ofrece la posibilidad de exponerse a este grupo directamente a través de la matriz, no así con PRISA, cabecera de grupo.
- **Ibex 35:** PRISA era un claro Ibex, lo que no parece tan evidente con RECOLETOS (capitalización de partida: 1.600-1.955 mill. de euros según la banda de precios orientativa).

En el lado positivo: especialización y liderazgo, lo que se traduce en márgenes más altos (EBITDA del 30,5% vs. 20,6% en PRISA y 10% en PEARSON), pertenencia a uno de los grandes grupos de comunicación europeos, PEARSON, y una incipiente presencia en nuevas tecnologías vía RTL y la puesta en Internet de todos sus contenidos. En el negativo: el mal comportamiento de su participación en RTL (minusvalías del 27% desde el canje en agosto/septiembre), la falta de presencia en el negocio editorial (menores márgenes pero producto fácilmente exportable) y el reducido free-float.

Nuestra valoración para finales de 2000 situaría a la acción en niveles de 13-14,5 euros, muy próxima a la banda de precios anunciada (12,75-15 euros). Acudiríamos a la OPV si el precio se fijara en la parte baja de la banda y en cualquier caso en función de la evolución de PRISA, que a los niveles de cierre de este informe empieza a registrar cierto descuento (precio objetivo: 25,1-26,3 euros, informe 1/9/2000 y fax diario 18/9/2000).

	1999	2000E	2001E	2002E
Cifra de negocio	190	219	250	277
%	7%	15%	14%	11%
EBITDA	58	64	75	85
%	7%	11%	17%	14%
Beneficio neto	22	32	44	53
%	-11%	48%	37%	20%
BpA	0,17	0,26	0,34	0,41
DpA	n.s.	n.s.	0,10	0,12
Pay-out	n.s.	n.s.	30%	30%

Fuente: RECOLETOS y estimaciones SAFEI.

### Datos de la OPS

La salida a bolsa se realiza a través de una **OPS por el 22% del capital** (incluido el green shoe). Después de la OPS, **Pearson sigue como principal accionista**, con un 70-72% del capital, aproximadamente. En cuanto al precio de salida, se ha fijado una **banda de precios orientativa, no vinculante, de 12,75-15 euros**.

#### Calendario OPV

Periodo de mandatos	9-16 oct
Fijación de precio máximo	16 oct
Periodo de revocaciones	17-19 oct
Fijación del precio definitivo	23 oct
Adjudicación	23 oct
Cotización	26 oct
Liquidación	27 oct

Fuente: RECOLETOS

#### Estructura de la oferta

	% de la oferta (*)
Nacional	
Minorista	25%
Institucional	20%
Internacional	55%

Fuente: RECOLETOS.

(\*) no incluye el green shoe.

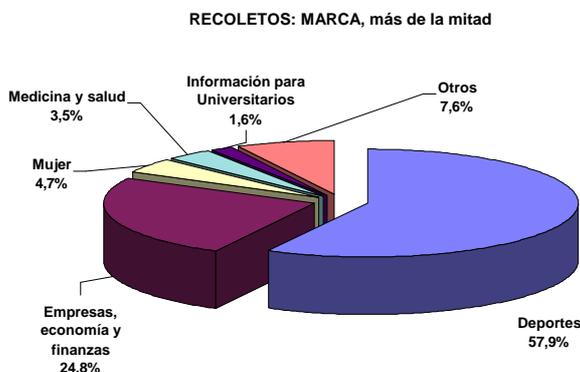
Tendrán **preferencia** los 75.000 primeros mandatos, ya presentados el primer día de peticiones.

### RECOLETOS a grandes rasgos

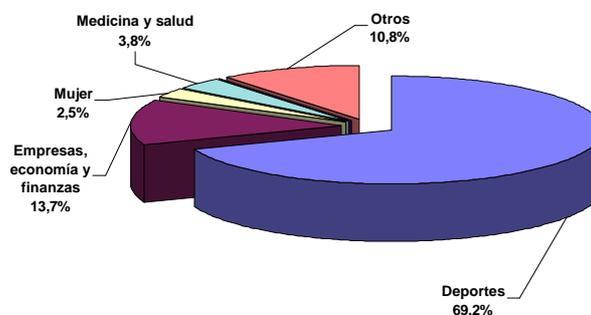
RECOLETOS es uno de los principales grupos multimedia de España, **líder en prensa especializada** (deportes, economía y revistas especializadas) y **accionista de RTL**, la plataforma europea de televisión en abierto. RECOLETOS **también participa en información general a través de su 30% en UNEDISA**, editora de **El Mundo**.

Entre sus publicaciones figuran: **MARCA y EXPANSIÓN**, primeros periódicos deportivo y económico de España; **otras publicaciones económicas en España** (ACTUALIDAD ECONÓMICA, GANAR.COM), **Portugal** (Diario Económico, Semanario Económico, y los mensuales Valor y Fortunas & Negocios), **y Chile** (Diario Financiero); además de **TELVA**, DIARIO MÉDICO y GACETA UNIVERSITARIA, entre otros.

**Por divisiones**, tanto en ingresos como en márgenes, **deportes aglutina un 60-70%**. En segundo lugar, **economía, donde RECOLETOS cuenta además con un canal de TV, Expansión Financiera**.



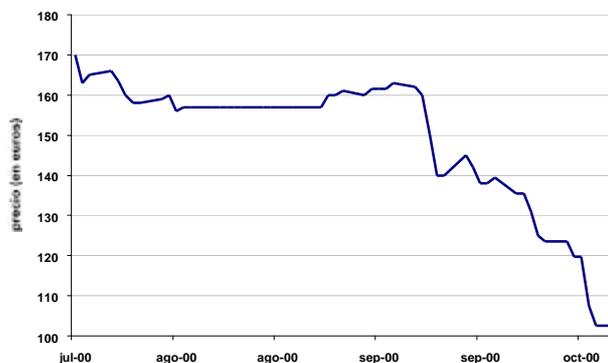
Fuente: RECOLETOS, datos 1999

**MÁRGENES: FUERTE DEPENDENCIA DE DEPORTES**


Fuente: RECOLETOS, datos 1999. Márgenes (EBIT) ajustados por los gastos de la central

**RTL<sup>1</sup>, una participación reciente.** En agosto RECOLETOS intercambió sus participaciones del 10% en ANTENA 3 TV y 5% en VIA DIGITAL por un 1,864% de RTL, resultante de la fusión el pasado junio de CLT-UFA (Bertelsmann AG y Audiofina), RTL y Person TV.

**Por entonces, RTL cotizaba a valores próximos a los 160 euros y la operación fue valorada en 400 mill. de euros. Hoy, tras la decepcionante publicación de resultados a primeros de septiembre (-64% en beneficio neto) y los temores a que la puesta en rentabilidad de sus negocios de contenido fuera más lenta de lo previsto, la acción ha caído hasta los 100-110 euros y RECOLETOS acumula unas minusvalías del 27%.** El valor ni siquiera se animó con el anuncio de la empresa de un próximo aumento de liquidez (desde el 10% actual al 15%), con el fin de entrar en el FTSE 100.

**EVOLUCIÓN EN BOLSA DE RTL**

**PRISA, comparación obligada**
**Diferencia de tamaño, pero buen comportamiento de RECOLETOS en sus sectores...**

PRISA es unas 5 veces mayor que RECOLETOS por volumen de negocio y beneficio, si bien la rentabilidad (medida en EBITDA/ventas) es superior en el caso de RECOLETOS, dado que no está presente en el negocio editorial, de menor margen que publicaciones<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> RTL participa junto a TELEFÓNICA MEDIA en el capital de ANTENA 3, con un 16,23% y un 47,4% respectivamente. Según la última transacción realizada el pasado mes, la valoración de ANTENA 3 ascendía a 2.499 mill. de euros.

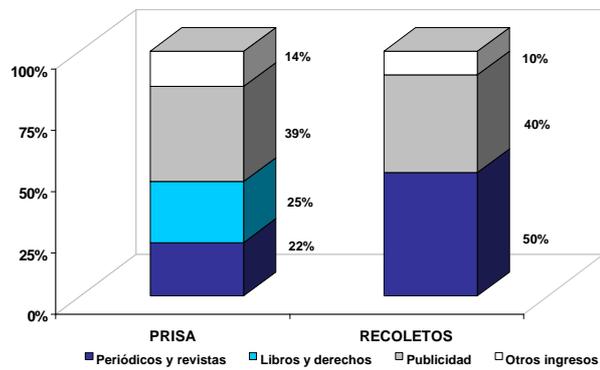
**PRISA vs RECOLETOS**

	RECOLETOS	PRISA	PRISA/ RECOLETOS
Ventas 99	190	949	5,0
EBITDA 99	58	195	3,4
BN 99	22	99	4,5
Capitalización (*)	1.808	5.186	2,9

datos en mill. de euros

(\*) estimada para RECOLETOS en la media de la banda orientativa para PRISA, según cotización a 9/10

**PESO SIMILAR DE LA PUBLICIDAD**



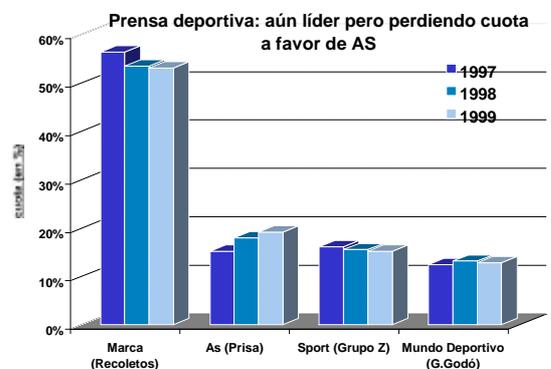
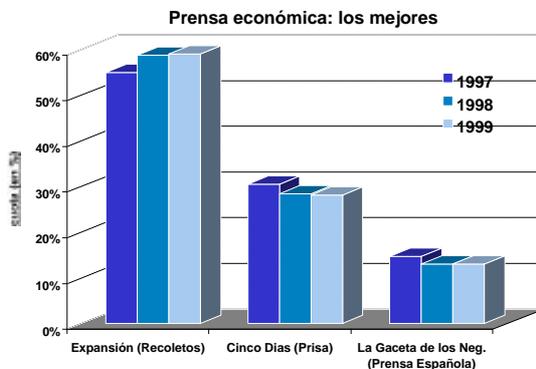
Fuente: compañías, datos 1999

**TACC 97-99  
SECTOR RECOLETOS PRISA**

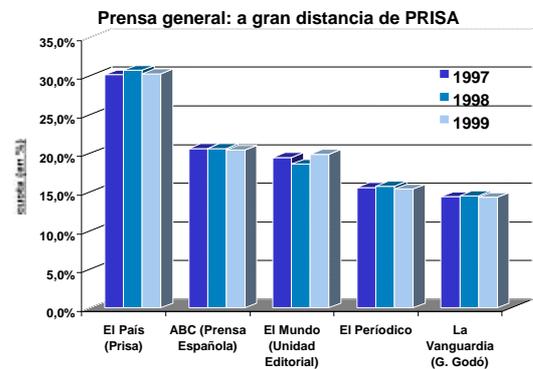
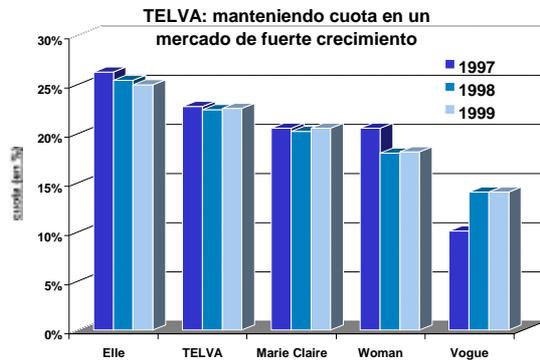
Prensa deportiva	-4%	-7%	8%
Prensa económica	7%	11%	3%
Radio	-1%		5%
Prensa impresa	-1%	0%	-1%
Publicaciones Mujeres	6%	6%	
Publicaciones Médicas	0%	1%	

Fuente: elaboración propia a partir de datos compañías.

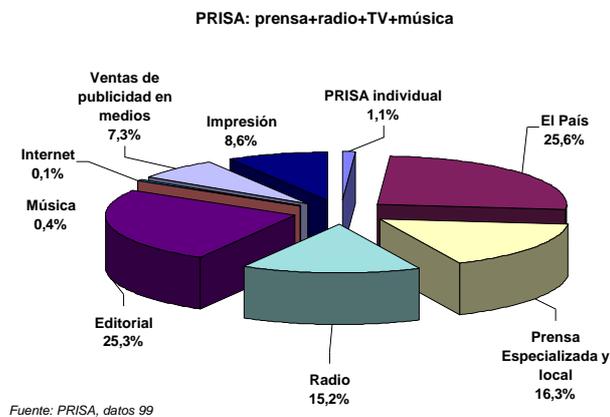
**RECOLETOS, más especializada...**



<sup>2</sup> Según los resultados de PRISA correspondientes a 1999 y al 1s00, el EBIT/ ventas del negocio editorial fue del 8-9% vs. el 21-25% de El País o el 18,7-20% de la división de radio.



**PRISA más multimedia...**<sup>3</sup>



**RECOLETOS gana en nuevas tecnologías<sup>4</sup>...**

- **RECOLETOS, participación en RTL, telefonía fija inalámbrica, posible TV digital terrestre y todo su contenido en la red,...**
  - un **19,1% del capital de Sky Point** que logró en marzo una licencia para establecimiento y explotación de redes públicas de acceso a radio en la banda 26 GHz.
  - un **25% de Veo Televisión** que ha solicitado una de las dos licencias de TV digital por ondas herzianas sin codificar.
  - **Marca digital, Expansión Directo, DiarioMédico.com, estarGuapa.com** (creada en junio 2000), **GUeb** (operativa para 2001)

<sup>3</sup> La presencia de RECOLETOS en radio es aún incipiente: desde julio desarrolla Radio Marca Digital (deporte y música para gente joven). En breve espera emitir 24 horas al día. Contenido no le falta, pero la competencia es importante y muy personalista (El Largero de la SER, José Antonio Abellán en la COPE, y La brújula deportiva de Onda Cero).

<sup>4</sup> Ver incidencia de la Nueva Economía en los negocios de PRISA, informe 22-6-2000 (pág. 2-3)

**INTERNET**

	páginas vistas (*)	visitas (*)	páginas vistas/visita
Marca Digital	47,0	2,3	20,4
Expansión Directo	11,6	0,5	23,5
DiarioMédico.com	2,0		
El País Digital	22,0	3,2	6,9

(\*) datos en mill. en junio.

- **PRISA, participación en SOGECABLE, Inicia, comercio electrónico,...**
  - ha creado una **división específica de Internet, PRISACOM**, en la que distribuye sus contenidos,
  - y desde 1999 está presente en FIRSTMARK en **la transmisión de datos y acceso a Internet en banda ancha y radio**.
  - Además **El País Digital** es el periódico en español más consultado en la red (105.576 visitas diarias y 22 mill. de páginas vistas al mes).
  - **tienda virtual de la librería Crisol**.

**Ambas apuestan por Latinoamérica...**

- **RECOLETOS, prensa económica en Chile y Argentina:** compró a mediados de este año el 100% de una sociedad que publica el diario argentino El Cronista y otra que edita las revistas Apertura, Target e Information Technology. RECOLETOS también se ha acercado al mercado portugués, donde cuenta con un 50% de la sociedad editora de las tres únicas publicaciones económicas (Diario Económico, Valor, Fortunas & Negocios).
- **PRISA apuesta por la internacionalización en radio y negocio editorial:** desde 1999 con un **19% de Radio Caracol**, principal cadena de radio colombiana (más de 8,5 mill. de oyentes), y, más recientemente, con una participación en **GRUPO LATINO DE RADIODIFUSIÓN** (casi 5 mill. de oyentes, que podrían multiplicarse por 3) orientada al desarrollo de la radio en castellano en todo el mundo. En negocio editorial aprovecharán el bajo grado de escolarización, tamaño y natalidad y crecimiento esperado en la región y la experiencia de **Santillana** (lleva en Argentina desde el 63).

**Proyecciones**

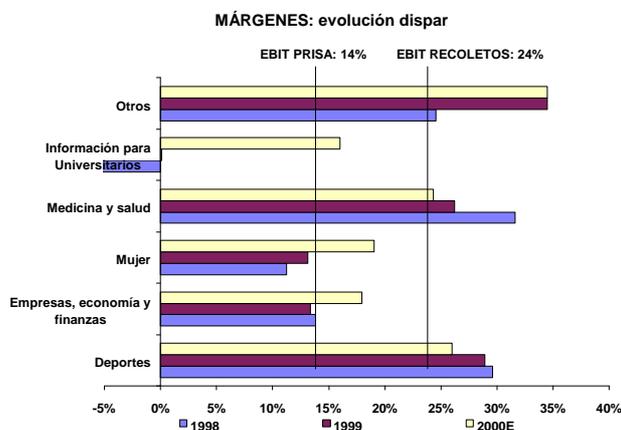
- **Ventas:** según la tabla inferior. Los ingresos de publicidad podrían aumentar si la filial que centraliza esta actividad y que de momento no presta servicios a UNEDISA, lo hiciera, cuestión que no se descarta.

**VENTAS**

	99/98	00E/99	01E/00E	02E/01E	03E/02E
Deportes	3,0%	7,4%	7,1%	5,9%	4,3%
Empresas, economía y finanzas	22,6%	35,6%	27,7%	18,4%	11,2%
Mujer	20,3%	25,0%	25,8%	17,9%	13,8%
Medicina y salud	2,9%	7,8%	9,7%	6,8%	4,9%
Información para Universitarios	22,2%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Otros	3,4%	4,5%	4,0%	3,0%	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>8,3%</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,2%</b>

Fuente: RECOLETOS y estimaciones SAFEI.

- **Margen neto de explotación:** suponemos la estabilidad de los márgenes sobre los datos del 1s00, aunque podríamos ver recortes por el aumento del precio del papel (18% de los gastos directos de RECOLETOS y en cuyos precios se beneficia de la relación con PEARSON que negocia cada tres años acuerdos preferentes para su suministro).



- **Tasa impositiva:** 35% en línea con la histórica.
- **Inversiones:** de acuerdo con lo anunciado por la empresa en el folleto de OPV y nuestras estimaciones para 2003:

<b>INVERSIONES</b>					
	1999	2000E	2001E	2002E	2003E
Inmovilizado Material	3,2	3,5	3,9	3	
I. Inmaterial	25,6	14,6	11,9	9,7	
I. Financiero	79,1	36,1	3,1	15,5	
<b>TOTAL</b>	<b>107,9</b>	<b>54,2</b>	<b>18,9</b>	<b>28,2</b>	<b>23,6</b>

Fuente: RECOLETOS (datos 99-02) y estimaciones SAFEI 2003.

- **Dividendos:** pay out del 30% y el pago a PEARSON este año de 55,2 mill. de euros.
- **Extraordinarios:** los negativos del 1s00.

### Valoración

Valoramos RECOLETOS a través de los siguientes **métodos:** descuento de flujos de caja (corregido por el valor de mercado de RTL y el inducido para la participación en Sky Point), comparación con PRISA y, finalmente, comparación internacional con empresas multimedia (el método menos representativo):

<b>RESUMEN DE VALORACIONES</b>		
	mínima	máxima
Por DCF ajustado por participación en RTL, Sky Point e Internet	13,2	14,6
Por comparación con PRISA	12,5	14,3
Por comparación internacional (PEARSON)	10,9	12,3
<b>promedio (*)</b>	<b>12,9</b>	<b>14,5</b>
<b>Banda de precios anunciada</b>	<b>12,8</b>	<b>15,0</b>

(\*) calculado excluyendo comparación internacional  
datos en euros

Fuente: estimaciones SAFEI.

Por **descuento de flujos de caja** e incorporando las participaciones de RTL, Sky Point y el negocio de Internet<sup>5</sup>, el **valor objetivo para finales del 2000 estaría en la banda de los 13,2-14,6 euros**, habiendo supuesto una tasa de crecimiento indefinido del 4%.

ESCENARIOS	OPTIMISTA	NEUTRAL	PESIMISTA
AFLR (bono 10 años)		5,55%	
CMP (Cte. Medio Ponderado)	<b>9,3%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,3%</b>
<i>Ke</i>		9,7%	
<i>Ki neto impuestos</i>		5,7%	
VALOR ACTUAL	1.273	1.176	1.093
DEUDA FINANC 00 (*)		74	
<b>VALOR NETO 00</b>	<b>1.347</b>	<b>1.250</b>	<b>1.168</b>
<b>Precio objetivo</b>	<b>10,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,0</b>

(\*) incluye el importe de la ampliación de capital a un precio de 12,75 euros.  
datos en euros y mill. de euros

Fuente: estimaciones SAFEI.

#### Valoración de otras participaciones

Actividades	Valor medio	Criterio
Sky Point	40	Valor inducido de Broadnet en la ampliación de capital
Internet	121	Multiplicador sobre ventas 01e (30 x)
Televisión	290	Valor de mercado del 1,864% de RTL
<b>TOTAL</b>	<b>451</b>	

datos en mill. de euros

Fuente: estimaciones SAFEI.

A los **múltiplos actuales de PRISA**, el valor de RECOLETOS podría rondar los 12,5-14,3 euros. Aplicar los multiplicadores de PRISA permite compensar el menor tamaño de RECOLETOS y su mayor rentabilidad:

#### VALORACIÓN POR MULTIPLICADORES DE PRISA

Multiplicadores de PRISA	2000E	2001E	2002E
PER	50,5	39,2	32,6
EV/EBITDA	23,8	19,4	16,9

#### Valoración inducida de RECOLETOS

Valor empresa			
PER	1.638	1.744	1.736
EV/EBITDA	1.574	1.528	1.538

#### Precio/ acción

Valor empresa	13,4	14,3	14,2
PER	12,9	12,5	12,6

datos en euros y mill. de euros

Fuente: estimaciones SAFEI.

Por último, la **comparación con PEARSON** nos daría un precio para la acción en el rango de 10,9-12,3 euros por acción. No obstante, la diferencia de actividad es importante (PEARSON tiene un importante peso en publicaciones: 17% de las ventas del 99).

<sup>5</sup> la aportación de Internet a resultados es aún escasa: un 0,6% de los ingresos del grupo en el 99 y un 1,1% n el 1s00.

**No hemos incluido en la valoración:**

- la participación en **VEO TELEVISIÓN**, dado que no es seguro que logre la licencia para emitir TV digital terrestre y por la falta de previsiones de suscriptores para el proyecto en concreto.
- **EXPANSIÓN TV**, dada la reducida cifra que de momento aporta a la compañía (un 1,5% de los ingresos totales de RECOLETOS en el 99), pero con una audiencia potencial importante (550.530 clientes de VÍA DIGITAL y 114.288 de las operadoras de cable).

CUENTA DE RESULTADOS	1997	1998	1999	2000E	2001E	2002E	2003E
Total ventas	152	178	190	219	250	277	296
Costes compras	(52)	(70)	(68)	(78)	(88)	(95)	(100)
Aumento existencias	0	0	0	1	1	1	1
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>123</b>	<b>142</b>	<b>163</b>	<b>182</b>	<b>197</b>
Otros ingresos	6	11	14	13	15	16	18
Gastos Personal	(34)	(37)	(44)	(51)	(57)	(62)	(67)
Otros Gastos Explotación	(19)	(28)	(35)	(40)	(46)	(51)	(54)
<b>EBITDA</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>75</b>	<b>85</b>	<b>93</b>
Amortizaciones Inmov.	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Variación Prov. Circulante	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
<b>R. EXPLOTACION</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>64</b>	<b>74</b>	<b>81</b>
Diferencial financiero	1	2	4	3	3	5	7
Amort. Fondo comercio	(0)	(2)	(11)	(8)	(7)	(5)	(4)
Result de soc p. en equivalen	0	0	4	4	5	5	6
<b>R. ORDINARIO</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>66</b>	<b>79</b>	<b>89</b>
Rdos. Extraord	(6)	(11)	(12)	(6)	0	0	0
<b>R. ANTES IMPUESTOS</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>66</b>	<b>79</b>	<b>89</b>
Impuestos	(9)	(12)	(12)	(15)	(21)	(26)	(29)
<b>RDO CONSOLIDADO</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>60</b>
Minoritarios	(0)	(0)	(0)	0	0	0	0
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>60</b>
% var. ventas		17%	7,0%	15,2%	14,1%	10,7%	7,2%
% var. BN		-25%	-11,2%	48%	37%	20%	13%

datos en mill. de euros.

Estimaciones: SAFEI.

**Estructura de la cuenta de PyG**

1997	1998	1999	2000E	2001E	2002E	2003E
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
-34%	-39%	-36%	-36%	-35%	-34%	-34%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>66%</b>	<b>61%</b>	<b>64%</b>	<b>65%</b>	<b>65%</b>	<b>66%</b>	<b>66%</b>
4%	6%	7%	6%	6%	6%	6%
-22%	-21%	-23%	-23%	-23%	-23%	-22%
-13%	-16%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%
<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>32%</b>
-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>31%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
0%	1%	2%	1%	1%	2%	2%
0%	-1%	-6%	-4%	-3%	-2%	-1%
0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>
-4%	-6%	-6%	-3%	0%	0%	0%
<b>27%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>
-6%	-7%	-6%	-7%	-9%	-9%	-10%
<b>22%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>22%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>

Estimaciones: SAFEI.

*Este documento ha sido elaborado por EUROSAFEI, SVB, SA (EUROSAFEI) por cuenta propia y con fines exclusivamente informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones en él expresadas, se refieren a la fecha de publicación, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de las condiciones de mercado.*

*Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en el presente documento se basan en información obtenida de fuentes que se consideran fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por parte de EUROSAFEI sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción, compra, venta u otra operación cualquiera de valores.*

*EUROSAFEI no acepta ningún tipo de responsabilidad, pérdidas directas o indirectas, por el uso de este informe.*

*Este documento no puede ser, ni copiado o duplicado por cualquier forma o medio, ni tampoco puede ser redistribuido sin el previo consentimiento escrito de EUROSAFEI.*