

## Vocento sufre en 2011 por su reestructuración y por La 10

Vocento ha presentado unos resultados correspondientes a 2011 bastante malos. Por todos sitios hablan de que si se excluyeran los gastos de reestructuración del grupo y los gastos procedentes del fracaso de La 10 (TV), el resultado final no hubiera sido tan malo, no se hubiera caído tanto en términos de EBITDA y no se hubiera aumentado de manera tan brusca las pérdidas del ejercicio (49,2 mill. €).

### Cuenta de Resultados Consolidada 2011

NIIIF. €m	2011	2010	Var %
Ventas de ejemplares	255,6	266,0	(3,9%)
Ventas de publicidad	240,6	265,4	(9,4%)
Otros ingresos	193,8	185,7	4,4%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>690,0</b>	<b>717,1</b>	<b>(3,8%)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,6</b>	<b>49,1</b>	<b>(66,2%)</b>
Amortizaciones	(40,6)	(45,6)	(10,8%)
Rdo. enajenación inmovilizado	7,5	(0,9)	921%
<b>Rdo. de explotación (EBIT)</b>	<b>(16,6)</b>	<b>2,6</b>	<b>(727%)</b>
Rdo. Sociedades método participación	0,1	0,1	(35,3%)
Saneamiento de fondo de comercio	(30,0)	0,0	n.a.
Diferencial financiero	(6,2)	(8,5)	27,0%
Rdo. neto enajenación act. no corrientes	(0,0)	(1,6)	98,4%
Impuesto sobre sociedades	3,6	4,6	(23,0%)
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>(49,2)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>n.r.</b>
Minoritarios	(4,3)	(6,9)	37,2%
<b>Resultado sociedad dominante</b>	<b>(53,5)</b>	<b>(9,7)</b>	<b>(452,7%)</b>
<b>Gastos explotación ajustados<sup>1</sup></b>	<b>(649,3)</b>	<b>(661,7)</b>	<b>(1,9%)</b>
<b>EBITDA ajustado<sup>1</sup></b>	<b>40,7</b>	<b>55,4</b>	<b>(26,5%)</b>
<b>EBIT ajustado<sup>1 2</sup></b>	<b>0,1</b>	<b>9,8</b>	<b>(99,1%)</b>

*n.r.: el diferencial es en valor absoluto >1.000%. n.a.: el diferencial no aplica al ser uno de los valores cero.*

Nota 1: ajustado por inversión en reestructuración 2011 €-21,6m y extraordinarios €-2,5m y 2010 €-11,1m y extraordinarios €4,9m

Nota 2: ajustado por Rdo. enajenación inmovilizado.

Estas pérdidas se transformarían en un resultado en tablas (es decir, sin beneficios pero también sin pérdidas) si excluimos de la cuenta de resultados los efectos no recurrentes (reestructuración) y la operativa de La 10. Además en términos de EBITDA también las cuentas cambian bastante sin estas dos partidas. El grupo busca de esta manera mejorar la imagen de las cuentas y en parte tienen algo de razón, pero el hecho es que a día de hoy los resultados son los que son.

€m	2011	2010	Var abs
<b>Resultado Neto Consolidado antes minoritarios</b>	(49,2)	(2,8)	(46,4)
<b>One offs netos de efecto fiscal:</b>			
Deterioro Fondo de Comercio	(21,0)	0,0	
Indemnizaciones	(15,2)	(7,8)	
<b>EBITDA ex La 10</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,5)</b>	
Regularización crédito fiscal	(8,1)	0,0	
Extraordinarios	(1,7)	3,5	
Rdo. enajenación inmovilizado	5,2	(0,6)	
<b>Rdo. Neto Consolidado ajustado antes minoritarios</b>	<b>0,2</b>	<b>4,6</b>	<b>(4,4)</b>

€m	2011	2010	Var abs
<b>EBITDA</b>	<b>16,6</b>	<b>49,1</b>	<b>(32,5)</b>
Indemnizaciones	(21,6)	(11,1)	
<b>EBITDA ex indemnizaciones</b>	<b>38,3</b>	<b>60,2</b>	<b>(22,0)</b>
Extraordinarios	(2,5)	4,9 <sup>1</sup>	(7,2)
TDT	(2,0) <sup>2</sup>		
Radio	(0,3)		
Estructura	(0,2)		
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>40,7</b>	<b>55,4</b>	<b>(14,6)</b>
La 10	(12,2)	(3,5)	(8,7)
<b>EBITDA ajustado ex La 10</b>	<b>53,0</b>	<b>58,9</b>	<b>(5,9)</b>

El caso es que la reestructuración había que hacerla y que La 10 ha existido y se ha tenido que cerrar generando unas pérdidas muy abultadas para la compañía. Es cierto que si no se aventuran en nuevos proyectos mal llevados y gestionados como La 10, en 2012, tanto el EBITDA como los beneficios de la compañía podrán subir de manera relevante. De todas formas, a día de hoy el futuro de la compañía no está nada claro. A todo esto, hay que añadir las peleas por el poder y por controlar el Consejo de Administración que hoy existe en Vocento.



Pasando a ver más detenidamente los resultados destaco varios puntos:

- **Los ingresos totales del grupo no sufren una caída muy importante. Caen un 3,8%** respecto a 2010. Por lo tanto, dada la crisis y la dificultad de generar ingresos por publicidad en la época que vivimos, parece que puede existir cierta esperanza para reconducir el futuro del grupo.
- La **inversión en reestructuración** hace caer de manera muy importante el EBITDA de la compañía. En 2011 se han contabilizado **21,6 millones de euros** en este concepto. En 2010 fueron 11,1 millones de euros.
- En términos de **EBITDA**, el proyecto de TV de **La 10 ha restado 12,2 millones de euros**.
- **Los ingresos por publicidad caen de manera global un 9,4%**.
  - **Medios impresos cae un 11%** (descenso de 22,9 mill. de €)
  - **Audiovisual cae 14,8%** (descenso de 3,5 millones de €)
  - **Internet sube 9,8%** (sube 2,9 millones de euros). Importante ver que la única partida que sube en ingresos por publicidad es la de internet.
- Especial relevancia tiene la partida de **ingresos en publicidad** si miramos lo que ha ocurrido **desde 2007**. Los ingresos por este concepto han pasado de 421,4 millones de euros en 2007 a 240,6 millones de euros en 2011 (una **caída del 43%**).
- **Internet va ganando cuota** dentro de la compañía. Los ingresos por publicidad en internet ya suponen un **13,5% de la facturación total** por publicidad. Mejora en 2,4 puntos porcentuales sobre el 2010. Esta cuota se ha multiplicado por 2,4 desde 2008 cuando suponían el 5,6% del total de los ingresos por publicidad.
- Importante observar que las **ediciones digitales** han entrado en **“break even”**. Es decir que han conseguido el punto de equilibrio entre ingresos y gastos.
- En términos de **EBITDA** la **caída** es del **66%** de manera global y sin ajustes.
  - **Medios impresos cae un 18%** (caída de 5,8 mill. €)
  - **Audiovisual pasa de 10 mill. € de beneficio en 2010 a 6,2 mill. € de pérdidas en 2011** (caída de 16 millones de €)
  - **Internet sube un 118%** (pasa de 1,2 en 2010 a 2,6 mill. € en 2011)



- La **deuda financiera neta ha aumentado un 15%**, pasando a ser de **138,7 millones de euros** (Deuda financiera: 192 mill. €; Caja: 53,3 mill. €)
- Los **flujos finales de caja** son de nuevo **negativos** aunque en mucha menor cuantía que en 2010. Pasa de una descenso de caja en 2010 de 56,5 millones de euros a un descenso en 2011 de 15,6 millones de euros.

En definitiva estamos ante una empresa que le está costando mucho cambiar su rumbo y adaptarse a los nuevos tiempos en los que internet deberá ser el protagonista.

Ha presentado unas pérdidas muy abultadas con dos conceptos como claros causantes de este mal resultado: gastos reestructuración y cierre de La 10 (TV).

Entiendo que la empresa aprenderá de errores del pasado y que tendrá más cuidado con experimentos de envergadura (tipo La 10) en época de crisis y sobre todo cuando tus cuentas no son nada boyantes. Esto no quiere decir que no deba cambiar ni aventurarse a probar cosas nuevas y más en los tiempos que vivimos en los que no te puedes quedar atrás. Pero sí que debe intentar gestionarlos de la mejor manera posible y que si no salen bien, no te minen las cuentas de uno o dos años. De todas formas, es también evidente que a toro pasado todos somos muy listos.

Ahora, creo que Vocento debe centrarse en sus ediciones digitales y en hacer crecer sus ingresos a través de internet que puede que sean los que le den alegría a sus cuentas durante los próximos años. Debe andar con pies de plomo en su estrategia audiovisual, con una nueva emisora de reciente creación, ABC.Radio (octubre de 2011), con un proyecto para este 2012 de un nuevo canal de ficción dentro de NET TV, uno de los cuatro operadores privados que cuenta con una licencia de TDT (en el que tiene una participación indirecta del 55%).



## Valoración de la compañía

La compañía como no podía ser de otra manera, está sufriendo también mucho en Bolsa. En el último año ha pasado de cotizar en 3,7 euros por acción, a cotizar hoy (miércoles 29 de febrero) por el entorno de 1,8 euros. Es decir, que lleva una caída del 50% en un año.

Vocento con 124,97 millones de acciones y con la acción cotizando a 1,8 euros, tiene una **capitalización de casi 225 millones de euros**. Si a esta cifra la añadimos la **deuda neta** que tiene (**138,7 millones de euros**), nos sale un **Valor Empresa (VE) de 363 millones de euros**. Aceptando un EBITDA ajustado entre 40 y 50 millones de euros, como nos reitera en varias ocasiones la compañía en sus resultados, el VE / EBITDA de 2011 sería de entre 7 y 9 veces. Por otro lado, como no hay beneficios aún con los ajustes comentados, el PER mejor ni lo miro.

Realmente no sé que estimar para 2012 para poder más o menos saber si cotiza a unos precios muy altos o no. De todas formas, el futuro de la compañía a día de hoy me genera muchas dudas. Lo que hoy tenemos claro son los 49 millones de pérdidas. En 2012 no creo que haya un gran cambio y que vaya a generar unos beneficios sin ajustes de 40 millones de euros. Así, aunque el VE / EBITDA ajustado para 2011 puede darnos unos ratios más o menos aceptables, sinceramente creo que la cotización de la compañía a 1,8 euros es una cotización alta. Por lo tanto, mi opinión en Bolsa sobre Vocento es negativa.

*Links de interés:*

[http://www.vocento.com/pdf/info\\_periodica/2011/presentacion-enero-diciembre-2011.pdf](http://www.vocento.com/pdf/info_periodica/2011/presentacion-enero-diciembre-2011.pdf)

[http://www.vocento.com/pdf/info\\_periodica/2011/resultados-enero-diciembre-2011.pdf](http://www.vocento.com/pdf/info_periodica/2011/resultados-enero-diciembre-2011.pdf)

[http://sociedad.elpais.com/sociedad/2012/02/28/actualidad/1330461988\\_851845.html](http://sociedad.elpais.com/sociedad/2012/02/28/actualidad/1330461988_851845.html)