



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

2011

VALORACIÓN DE EMPRESAS: EL CASO DEL GRUPO ANTENA 3 S.A.



Autor: Rafael Armando Ramírez Rendón

Tutor: Roberto Elías Cervelló Royo

MASTER EN DIRECCIÓN FINANCIERA Y FISCAL

FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y

DIRECCIÓN DE EMPRESAS

UNIVERSIDAD POLITÈCNICA DE VALÈNCIA

Valencia, Octubre de 2011

TABLA DE CONTENIDO

	PÁG
INDICE DE GRÁFICOS	IV
INDICE DE TABLAS	V
INDICE DE ESQUEMAS	VI
1. RESUMEN	2
2. OBJETIVOS	4
2.1 OBJETIVO GENERAL	4
3. MARCO TEÓRICO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	5
3.1 CONCEPTO DE VALOR	6
3.1.1 Diferentes tipos de valor.....	9
3.2 EL PROCESO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	11
3.3 MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA.....	11
3.3.1 El flujo de caja.....	13
3.3.2 Tasa de descuento o coste medio ponderado de capital.....	14
3.3.3 Horizonte temporal.....	15
3.3.4 Valor residual.....	16
3.3.5 Ventajas e inconvenientes del método del descuento de los flujos de caja.....	17
3.4 MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN.....	17
3.4.1 Análisis de la empresa objetivo.....	18
3.4.2 Análisis y selección de las compañías comparables.....	19
3.4.3 Cálculo y selección de los múltiplos de cotización.....	19
3.4.4 Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.....	21
3.4.5 Selección de un rango de valoración de empresas.....	21
3.4.6 Ventajas e inconvenientes del método de valoración por múltiplos.....	22
3.5 CRÍTICAS A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	23
4. EL GRUPO ANTENA 3	25
4.1 DOMICILIO	25
4.2 PERFIL	26
4.3 EMPRESAS DEL GRUPO	26
4.4 COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO	29

4.5	DATOS ECONÓMICOS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS	30
5.	SITUACIÓN ACTUAL DEL SECTOR.....	36
5.1	EVOLUCIÓN DEL SECTOR	36
5.2	AÑO 2006	42
5.2.1	La televisión Privada en España.....	44
5.2.1.1	Televisión en abierto y televisión de pago	44
5.2.1.1.1	Televisión en abierto	44
5.2.1.1.2	Televisión de pago	46
5.3	AÑO 2007	47
5.3.1	Análisis comparativo con la televisión Privada.....	48
5.4	AÑO 2008	54
5.5	AÑO 2009	60
5.5.1	Consumo medio de televisión en España.....	60
5.5.2	Consumo medio de la televisión en otros países Europeos.....	60
5.5.3	Evolución de la cuota de audiencia por cadenas (%).....	61
5.6	AÑO 2010	63
5.6.1	La fragmentación de la audiencia sigue su curso.....	64
5.6.2	Consolidación del sector.....	65
5.6.3	Evolución esperada de la publicidad.....	66
5.7	PRINCIPALES FACTORES DE INFLUENCIA	67
5.7.1	Factores Político-Legales.....	68
5.7.1.1	Cambios en la normativa actual del sector	68
5.7.1.2	Normativa Medio ambiental	69
5.7.1.3	Normativa Fiscal.....	70
5.7.2	Factores Económicos.....	71
5.7.2.1	Tipos de interés.....	71
5.7.2.2	Tipos de cambio.....	73
5.7.2.3	La inflación.....	74
5.7.2.4	Tasa de desempleo.....	75
5.7.3	Factores Socio-Culturales.....	76
5.7.3.1	Actitud de los consumidores.....	77
5.7.4	Factores Tecnológicos.....	80
5.7.4.1	La televisión digital.....	80
5.7.4.2	La web TV o IP-TV.....	80
5.8	LA FUSIÓN DEL GRUPO ANTENA3 CON LA SEXTA	81
6.	ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO DEL GRUPO ANTENA 3	84
6.1	SITUACIÓN PATRIMONIAL	84
6.1.1	Activo.....	84
6.1.2	Pasivo	85
6.1.3	Fondo de maniobra	86

6.2 SITUACIÓN DE LIQUIDEZ	89
6.2.1 Ratio de liquidez	90
6.2.2 Ratio de tesorería	90
6.2.3 Ratio de disponibilidad	91
6.2.4 Ratio fondo de maniobra/pasivo corriente	91
6.3 SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO	92
6.3.1 Ratio de endeudamiento	92
6.3.2 Ratio de autonomía	92
6.3.3 Ratio de solvencia	93
6.3.4 Ratio calidad de la deuda	94
6.3.5 Ratio de gastos financieros sobre ventas	95
6.3.6 Ratio cobertura de gastos financieros.....	95
6.4 RATIOS DE ROTACIÓN	96
6.5 ANÁLISIS DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	97
6.6 ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA	100
6.7 ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA	101
7. <u>VALORACION POR EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA</u>.....	104
7.1 ESTIMACIÓN DEL HORIZONTE TEMPORAL	104
7.2 TASA DE DESCUENTO O COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL	104
7.3 FLUJOS DE CAJA LIBRES	107
7.3.1 Escenario 1: Fusión "La Sexta"	108
7.3.2 Escenario 2: Grupo Antena 3 y Recuperación económica	111
7.3.3 Escenario 3: Recesión y lenta recuperación	114
8. <u>METODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN</u>	117
8.1 TELECINCO	117
8.2 PRISA	118
8.3 VOCENTO	118
8.4 VÉRTICE 360	119
8.5 MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN	121
9. <u>CONTRASTACIÓN DE RESULTADOS</u>.....	126
10. <u>CONCLUSIONES</u>.....	129
11. <u>BIBLIOGRAFÍA</u>.....	133
11.1 CONSULTAS ON-LINE DE TEXTOS Y/O DOCUMENTOS.....	134
12. <u>ANEXOS</u>.....	136

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.	Métodos empleados en valoraciones por PWC en España.....	6
Gráfico 2.	Grupo Antena 3 - Accionariado.....	29
Gráfico 3.	Share medio de audiencia.....	31
Gráfico 4.	Importe neto de la Cifra de negocios.....	32
Gráfico 5.	Share medio de audiencia- Ingresos.....	33
Gráfico 6.	Resultado neto.....	34
Gráfico 7.	Número de empleados.....	34
Gráfico 8.	Inmovilizado material y otros activos intangibles.....	35
Gráfico 9.	Participación de las cadenas de televisión (en porcentajes).....	37
Gráfico 10.	Inversión publicitaria real estimada en medio convencionales.....	41
Gráfico 11.	Ingresos publicitarios por punto de share.....	45
Gráfico 12.	Inversión publicitaria.....	45
Gráfico 13.	Share.....	45
Gráfico 14.	Desglose de la variación del EBITDA- Evolución costes.....	46
Gráfico 15.	Cuenta de resultados televisión pública vs televisión privada.....	49
Gráfico 16.	Ingresos publicitarios por punto de share 2007.....	50
Gráfico 17.	Power ratio 2007.....	51
Gráfico 18.	Distribución de gastos de explotación.....	52
Gráfico 19.	Gastos de explotación por punto de share.....	53
Gráfico 20.	Ingresos de explotación por empleado.....	54
Gráfico 21.	Empleados por punto de share.....	54
Gráfico 22.	Evolución ventas publicidad 2008, 2007 y 2006.....	56
Gráfico 23.	Resultado de explotación 2008, 2007 y 2006.....	57
Gráfico 24.	Resultado de explotación 2008, 2007 y 2006 (trimestral).....	57
Gráfico 25.	Ebitda 2008, 2007y 2006.....	57
Gráfico 26.	Ebitda 2008, 2007y 2006 (trimestral).....	57
Gráfico 27.	Power ratio 2008.....	59
Gráfico 28.	Ingresos publicitarios por punto de audiencia.....	59
Gráfico 29.	Gastos explotación por punto de audiencia (Privada, pública).....	59
Gráfico 30.	Empleados por punto de audiencia (privada, estatal y autonómica).....	59
Gráfico 31.	Consumo medio de televisión en España.....	60
Gráfico 32.	Consumo medio de televisión en otros países europeos.....	61
Gráfico 33.	Evolución de la cuota de audiencia por cadenas %	62
Gráfico 34.	Mercado publicitario Español.....	66
Gráfico 35.	Evolución del euribor 2005- 2011.....	72
Gráfico 36.	Evolución del Euribor a 1 año.....	73
Gráfico 37.	Evolución tipo de cambio Euro/dólar 2005- 2011.....	74
Gráfico 38.	Evolución de la inflación en España 2007- 2011.....	75
Gráfico 39.	Tasa de desempleo 2002- 2011.....	76
Gráfico 40.	Evolución de la población en España 1998- 2010.....	77

Gráfico 41.	% Audiencias de televisión frente a otros medios de comunicación.....	78
Gráfico 42.	Activo año 2000- 2010.....	85
Gráfico 43.	Pasivo año 2000- 2010.....	86
Gráfico 44.	Fondo de maniobra año 2010.....	87
Gráfico 45.	Fondo de maniobra año 2009.....	88
Gráfico 46.	Fondo de maniobra año 2000- 2010.....	89
Gráfico 47.	Ratio de liquidez año 2000- 2010.....	90
Gráfico 48.	Ratio FM/Pasivo corriente.....	91
Gráfico 49.	Ratio de endeudamiento año 2000- 2010.....	93
Gráfico 50.	Ratio de solvencia año 2000- 2010.....	93
Gráfico 51.	Calidad de la deuda año 2000- 2010.....	95
Gráfico 52.	Ratios de rotación 2000- 2010.....	97
Gráfico 53.	Evolución del número de empleados entre 1998- 2010.....	99
Gráfico 54.	Cuenta de resultados del Grupo Antena 3- 2004- 2010.....	100
Gráfico 55.	Evolución del rendimiento económico y del rendimiento financiero.....	103
Gráfico 56.	Beneficio neto de las compañías comparables.....	120
Gráfico 57.	EBITDA de las compañías comparables.....	120
Gráfico 58.	Ventas totales de las compañías comparables.....	121
Gráfico 59.	Grupo Antena 3 - valoración por el método de los múltiplos.....	125
Gráfico 60.	Contrastación de resultados- DFC y múltiplos.....	128

INDICE DE TABLAS

Tabla 1.	Método del descuento de los flujos de caja.....	17
Tabla 2.	Clasificación de los múltiplos	20
Tabla 3.	Método de valoración por múltiplos: Ventajas e inconvenientes.....	22
Tabla 4.	Valoración de empresas: desventajas.....	23
Tabla 5.	Rentabilidad de las cadenas privadas.....	43
Tabla 6.	Cuenta de resultados de la televisión privada en España.....	43
Tabla 7.	TV en Abierto Vs TV de pago 2007.....	44
Tabla 8.	Cuenta de resultados de la televisión privada en España 2008.....	55
Tabla 9.	TV en Abierto Vs TV de pago 2008.....	56
Tabla 10.	Variación de la evolución en ventas 2008, 2007 y 2006.....	56
Tabla 11.	Cuenta de resultados "públicas, estatal y autonómica".....	58
Tabla 12.	Cuotas de cadenas por grupos en abierto a nivel nacional.....	62
Tabla 13.	Situación de liquidez.....	89
Tabla 14.	Situación de endeudamiento.....	92
Tabla 15.	Ratios de rotación 2000- 2010.....	96
Tabla 16.	Análisis del estado de resultados.....	98
Tabla 17.	Análisis de la rentabilidad económica.....	101
Tabla 18.	Análisis de la rentabilidad financiera.....	102
Tabla 19.	Pasivo y patrimonio neto 2003- 2010.....	104
Tabla 20.	Ratio del coste de la deuda 2009-2010.....	105
Tabla 21.	Estimación de los coste de losrecursos propios.....	106
Tabla 22.	Estimación del coste medio ponderado de capital.....	107
Tabla 23.	Hipótesis de crecimiento para el escenario 1.....	109
Tabla 24.	Proyección de los flujos de caja libre: escenario 1.....	111
Tabla 25.	Valoración del grupo: escenario 1- Fusión con La sexta.....	111
Tabla 26.	Hipótesis de crecimiento para el escenario 2.....	112
Tabla 27.	Proyección de los flujos de caja libre: escenario 2.....	114
Tabla 28.	Valoración del grupo: escenario 2- Grupo Antena 3.....	114
Tabla 29.	Hipótesis de crecimiento para el escenario 3.....	115
Tabla 30.	Proyección de los flujos de caja libre: escenario 3.....	115
Tabla 31.	Valoración del grupo: escenario 3- Recesión y lenta recuperación.....	116
Tabla 32.	Múltiplos de comparación.....	122
Tabla 33.	Múltiplos de las empresas comparables.....	123
Tabla 34.	Cifras del Grupo Antena 3.....	123
Tabla 35.	Múltiplos de comparación aplicados al Grupo Antena 3.....	124

INDICE DE ESQUEMAS

Esquema 1.	Valoración por el método del descuento de los flujos de caja.....	13
Esquema 2.	Esquema para la determinación del flujo de caja libre.....	14
Esquema 3.	Valoración por el método de los múltiplos de comparación.....	18
Esquema 4.	Entorno competitivo de la televisión en España.....	38
Esquema 5.	Cuotas de audiencia.....	64
Esquema 6.	Canales analógicos, TDT y post- apagón.....	65
Esquema 7.	Esquema para la determinación del flujo de caja libre I.....	107

1. RESUMEN

La compraventa de empresas, la constitución de garantías bancarias, los procesos de absorción, fusión y escisión forman parte de la realidad económica diaria, y por tanto este tipo de operaciones requieren de informes de valoración de empresas. El objeto de la presente tesina, es el de determinar la valoración del **GRUPO ANTENA 3 S.A.** ante una eventual fusión con **LA SEXTA**, debido a la fuerte crisis económica y publicitaria que afecta la sociedad desde el año 2008.

Cabe resaltar que **ANTENA 3** es el primer grupo de comunicación de televisión en abierto y radio comercial en España. La sociedad cotiza en los mercados bursátiles españoles desde el mes de octubre del año 2003.

Dando por hecho que el lector de la tesina final de máster está familiarizado con los aspectos técnicos que enmarcan el estudio de la valoración de empresas, el punto de partida comprenderá el marco teórico, donde se muestran aspectos importantes de la valoración de empresas y los métodos comúnmente empleados: “Método del descuento de flujos de caja” y “Método de Valoración por múltiplos de comparación”.

Dado que el objetivo final es el indicar un rango de valoración, es necesario incorporar la información que argumente de la mejor manera el valor de la empresa obtenido en esta investigación. Siendo consecuentes con este pensamiento, el segundo capítulo de trabajo está enfocado a la descripción de la empresa, su historia, conformación del capital social, actividad principal, empresas del grupo, red comercial y la evolución de las cifras económicas durante los últimos años.

El estudio del sector, su evolución, y el análisis del entorno a través de los factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos, que afectan o podrían afectar al sector de los medios de comunicación se incluyen en la tercera parte de ésta tesina.

En la cuarta parte se hace el estudio económico financiero del Grupo en el cuál se muestra la situación actual a través del Balance de Situación y su Estado de Pérdidas y Ganancias. Con las cifras que muestran sus estados contables se realiza el análisis de su rentabilidad económica y financiera, el análisis de su situación de endeudamiento, liquidez y la política de inversión y financiación.

Los dos siguientes capítulos se centran en el estudio del valor del GRUPO ANTENA 3 a través del “Método del descuento de los flujos de caja” y a través del “Método de valoración por múltiplos de comparación”, cuya ilustración teórica queda recogida en el primer capítulo.

En el “Método del descuento de los flujos de caja” se hace una explicación resumida del horizonte temporal empleado y la explicación de las hipótesis empleadas para realizar las proyecciones financieras.

Dada la subjetividad que puede existir en la formulación de las hipótesis en el “Método del descuento de los flujos de caja”, en el siguiente capítulo se emplea “El Método de Valoración por múltiplos de comparación” que sirve como comprobación de los resultados ofrecidos por el “Método del descuento de los flujos de caja”. Para este capítulo se utilizarán como empresas comparables: Telecinco, Sogecable, TV Azteca y PRISA, sociedades que cotizan en los mercados bursátiles españoles.

Previo a las conclusiones, se dedica un espacio para la contrastación de los resultados obtenidos en ambos métodos. Con esto se pretende comprobar la robustez de su combinación en términos valorativos.

Finalmente las conclusiones recogen principalmente los datos obtenidos en el estudio de la valoración del grupo, su análisis económico financiero y los principales factores a favor o en contra en el estudio del sectorial.

2. OBJETIVOS DE LA TESINA FINAL DE MÁSTER

2.1 OBJETIVO GENERAL:

El Objetivo general de la tesina final de máster es calcular el Valor del GRUPO ANTENA 3.

A partir del objetivo general, se desprenden los siguientes objetivos:

- ✓ Identificar los factores que pueden afectar favorablemente o desfavorablemente al sector y principalmente al GRUPO ANTENA 3.
- ✓ Estudiar el sector de la comunicación por televisión y determinar la evolución y tendencia de las cifras económicas buscando elaborar las hipótesis a partir de las cuales se hará la valoración por el método de descuento de los flujos de caja.
- ✓ Analizar financieramente la compañía a partir de los estados contables de los últimos ejercicios, efectuando el análisis de la deuda, de liquidez y de rentabilidad.
- ✓ Calcular el valor actual del Grupo Antena 3 a través del método de descuentos de los flujos de caja y por medio del método de la valoración por múltiplos de comparación.

3. MARCO TEÓRICO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

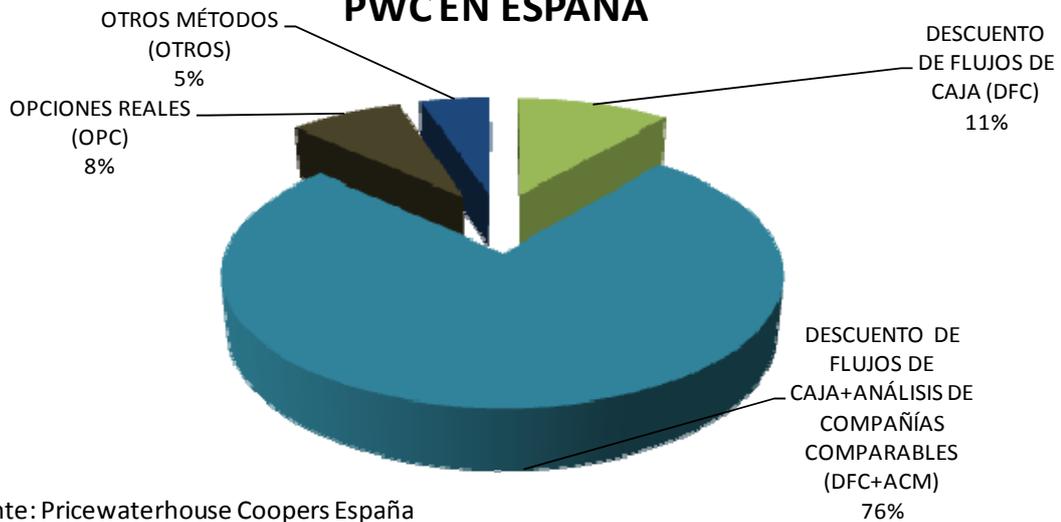
La valoración de empresas consiste en un estudio técnico económico en busca del valor cuantitativo de una compañía de acuerdo a hipótesis concretas basadas en las ciencias modernas. Estas hipótesis que se plantean alrededor del estudio son aceptadas sin necesidad de sustentarlas con una demostración, aunque conviene que reflejen la realidad. Hoy en día el estudio del valor de una compañía se ha vuelto importante para una adecuada toma de decisiones de inversión y financiación. De este modo, la compraventa de empresas, la constitución de garantías bancarias, los procesos de absorción, fusión y escisión forman parte de la realidad económica diaria, y por tanto este tipo de operaciones requieren informes de valoración de empresas.

El siguiente gráfico muestra la tendencia en la utilización de los diferentes métodos empleados por Pricewaterhouse Coopers en España para la valoración de empresas. Cabe resaltar que en España es más utilizada la fusión de la valoración por el método del descuento de los flujos de caja con el método de la valoración por múltiplos, que a la postre serán los métodos a emplear en este trabajo de valoración.¹

1 SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall. Extraído y resumido.

Gráfico No 1.

MÉTODOS EMPLEADOS EN VALORACIONES POR PWC EN ESPAÑA



Fuente: Pricewaterhouse Coopers España

3.1. CONCEPTO DE VALOR

² IRIMIA DIÉGUEZ, A. I.; JIMÉNEZ CABALLERO, J. L.; RUIZ MARTÍNEZ, R. J. (2003) La creación de valor para el accionista. Pág. 13. España. Editorial Dossat 2000.

“Solo un necio confunde valor y precio” Machado.

El análisis del valor, y su posible coincidencia con el precio, ha preocupado a numerosos economistas e intelectuales desde los tiempos de Adam Smith hasta nuestros días. Por otro lado, algunos autores, inmersos en la teoría de la utilidad, afirman que el valor está en los ojos del propietario, pues depende de la utilidad que el bien le proporcione. De este modo, cualquier precio puede ser justificado si hay otros inversores dispuestos a pagarlo. Esto puede ser cierto en el caso de determinados activos, tales como pinturas, esculturas u objetos para coleccionistas. Pero, en el caso de los activos financieros, los inversores no justifican su compra por motivos estéticos o emocionales, sino por las expectativas de rentas futuras.

Consecuentemente, las percepciones deben ser realistas, lo que implica que el precio que se paga por cualquier activo, acción o empresa debe reflejar los flujos

monetarios que el inversor espera que los mismos generen, obviando cualquier tipo de consideración individualista.

Pero, ¿coinciden en estos activos valor y precio? La mayoría de los autores parecen estar de acuerdo en que el valor real de una empresa debe reflejarse en su precio. En el caso de las empresas cotizadas, su precio no se producirá de forma permanente, puesto que las importantes oscilaciones que pueden llegar a sufrir los precios bursátiles en periodos cortos de tiempo, difícilmente pueden venir provocadas por cambios significativos en la situación de la empresa.

Para llegar a la afirmación de que el precio de las acciones no refleja en todo momento el valor de la empresa, nos basamos en la constatación de que la eficiencia informacional de los mercados no se da en todos los casos y en cualquier instante.

Conviene subrayar que el término eficiente- en su grado fuerte- se aplica a los mercados financieros desde una doble perspectiva:

- ✓ El mercado captura toda la información disponible sobre un título determinado y la recoge en su precio de forma prácticamente instantánea.
- ✓ Como consecuencia, el mercado valora cada título correctamente en función del riesgo que supone para el inversor.

En cuanto a la primera acepción, la actual difusión de la información, a través de medios como internet, hace que cada vez sea más perfecta la absorción de información por parte del mercado. Sin embargo, sigue existiendo la posibilidad de detectar activos financieros a precios distorsionados, aunque el timing, es decir, el momento en el que se produce dicha distorsión, sea cada vez más ajustado. Ello es debido a que la información se interpreta de distinta manera por los inversores, ya que en muchas ocasiones las decisiones de inversión en determinados títulos, se toman antes de que la noticia se confirme. A este respecto, en la prensa económica hemos leído alguna vez que cierto comportamiento de la bolsa se explica porque el mercado sube con el rumor y baja con la noticia.

Con relación a la segunda acepción, para valorar el riesgo de un activo desde el punto de vista del mercado, se debe recordar la lógica del inversor medio. El comportamiento racional es tener aversión al riesgo, de forma que a una inversión que implique un mayor riesgo se le exigirá una mayor rentabilidad. Esta relación entre la rentabilidad y el riesgo de un título es analizada por la Teoría de Carteras y representada mediante la línea del mercado de valores o SML (Security Market Line).

Sin embargo, el hecho de plantearse la falta de coincidencia entre precio y valor, ofrece dudas acerca de uno de los más útiles instrumentos para medir el valor de una empresa: la cotización bursátil; y ello resulta bastante poco práctico, porque si el precio que se forma en el mercado por multitud de oferentes y demandantes no es el correcto, ¿Cómo determinar entonces el que sí lo es? ¿Cómo obtener un método de valoración, y por tanto, un valor más adecuado que el precio que se forma en el mercado? Resulta una tarea complicada. Se acepta, por tanto, que aunque los mercados de valores no son en todo momento eficientes y perfectos, sí se aproximan bastante.²

Mientras que el precio es el resultado de una transacción concreta sobre un bien o derecho, en unas circunstancias también concretas, y sobre el cuál influyen muchos factores, el valor viene definido por la aplicación al negocio de determinadas hipótesis que no necesariamente son las mismas que intervienen en la determinación del precio efectivamente pagado. Por ejemplo, el valor de mercado viene definido por el “precio” al que un comprador y un vendedor, actuando libremente, sin ningún tipo de presión y con la adecuada información del negocio, estarían dispuestos a realizar la transacción.³

³ SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall. Extraído y resumido.

3.1.1. DIFERENTES TIPOS DE VALOR

4 SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall. Extraído y resumido.

En función de la situación en la que se produce la necesidad de la valoración y de las bases de aproximación y de análisis empleados, podemos diferenciar al menos los siguientes tipos de valor:

Valor de mercado. Es el precio razonable entre un comprador libre y un vendedor libre, con un conocimiento similar del negocio y de los mercados y actuando cada uno en su interés y beneficio. El valor de mercado asume un plazo razonable para la venta y asume que otros compradores no tendrán interés en el negocio, es decir que no habrá presiones. Las características del comprador hipotético son: estar informado del negocio y del mercado, ser un inversor prudente, no tener limitación de recursos, estar dispuesto a pagar el valor del mercado antes de dejar pasar la oportunidad, no tener circunstancias concretas que le hagan estar en situación de obtener sinergias o reconocer valores especiales. El valor de mercado es el más tenido en cuenta en las relaciones empresariales porque actúa como regulador de la actividad económica, es el valor más aproximado a la realidad, de hecho es el solicitado por agentes e instituciones. El valor de mercado se utiliza en las siguientes situaciones: Como referencia antes de efectuar una inversión (comprador, vendedor), para comprobar que una operación realizada sin conocimiento previo estuvo dentro del rango del valor del mercado (operaciones pactadas pendientes de aprobación y para supervisión de autoridades fiscales), como indicador del valor generado por un negocio cuando se toman dos momentos distintos del tiempo. El valor de mercado actúa bajo el principio de “empresa en funcionamiento”.

Valor razonable. También llamado “Fair Value”, es el valor que el experto determina como tal, tomando en cuenta su contexto y bajo el principio de equidad. Debe ser razonable para el vendedor y para el comprador. El valor razonable se determina considerando y ponderando otras concepciones: valor de mercado, valor

económico, valor de activos. Algunas situaciones de aplicación del valor razonable son: arbitrajes voluntarios para determinar el precio justo, cuando existen conflictos entre dos partes se usa para disiparlos, para aplicar cláusulas estatutarias relacionadas con derechos preferentes de adquisición de acciones. Cabe anotar que en algunos países se usa como soporte del valor reflejado en la información financiera que publican las empresas. Como en todo, el valorador debe actuar con independencia y equidad.

Valor económico. Es el valor que puede compensar al propietario actual, es decir, el valor del negocio para el futuro propietario. El valor económico toma la perspectiva del vendedor. El valor económico suele estimarse para evaluar las ofertas recibidas por los propietarios para la adquisición de su sociedad. Este enfoque se ha utilizado también para evaluar si convienen algunas privatizaciones de empresas públicas. En estos casos el valor económico intenta recoger además de los aspectos societarios, sino los fiscales y laborales.

Valor de liquidación. Se define como una estimación del producto obtenido a partir del proceso de liquidación de una empresa, asumiendo que cesará la actividad del negocio. El valor de liquidación tiene un enfoque netamente estático, ya que tiene en cuenta el valor actual de los activos y pasivos y no su valor en el futuro. Si el período de liquidación fuese potencialmente largo será necesario preparar un plan de liquidación reflejando los cobros y los pagos correspondientes a la liquidación y servirá para estimar, en su caso, su valor actual.

Valor acordado. En ocasiones, en una transacción actual o futura se acuerdan determinados procedimientos de valoración, normalmente expresados en fórmulas matemáticas sencillas. Por ejemplo, se fijan valores porcentuales, por lo general sobre cifras como ventas, beneficio, flujo de caja, patrimonio neto. Sin embargo, es necesaria la intervención de un experto independiente para su estimación, para asegurar la equidad y la transparencia en la valoración.

Valor contable. Es el valor de los recursos propios que están en balance (capital y reservas). Es la diferencia entre el activo y el pasivo exigible. Si los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado entonces hablamos de patrimonio neto ajustado, valor contable ajustado o valor sustancial neto.

Valor de los activos. Hace referencia al valor de sus activos netos. El objetivo de esta concepción es resaltar el valor subyacente de los activos que permiten la realización de la actividad del negocio. Se emplea generalmente como soporte y garantía de los valores de mercado, aunque normalmente no se emplea de forma aislada.⁴

3.2. EL PROCESO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Todo proceso de valoración debe seguir idealmente unos pasos previo al uso de los métodos. Es decir, en primer lugar se debe conocer la empresa, el sector, las políticas de la empresa y el marco legal. De esta manera se puede definir el grado de libertad de la empresa y del sector. En segundo lugar, y aunque muchos teóricos lo descartan, es necesario conocer el Staff directivo de las empresas, esto en el sentido de dar importancia al capital intelectual de las personas, quienes a su vez serán las mayores fuentes generadoras de valor para la empresa. El siguiente paso es identificar los valores clave de valoración a través del conocimiento del negocio y de los productos que desarrolla; buscar una tendencia incidente es clave a la hora de establecer hipótesis para la valoración. El último paso, consistente en conocer las cuentas anuales y en, el proceso de proyección de las partidas contables y extracontables que formarán parte de los inputs en todo el proceso de valoración.⁵

⁵ LAMOTHE FERNÁNDEZ, P.; ARAGÓN LÓPEZ, R. (2003) Valoración de Empresas asociadas a la nueva economía. Pág. 23. Madrid. Editorial Pirámide.

3.3. MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

El método del descuento de los flujos de caja (DCF, Discounted Cash Flow) es utilizado para estimar el valor de una empresa. Es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo y que permite evaluar el efecto

concreto de muchas variables en los rendimientos y comportamientos futuros. Este tipo de valoración puede ser muy sensible frente a pequeños cambios en algunos de los datos de partida, por lo que suponen una herramienta muy poderosa para el analista metódico. Aunque se puede discutir que el método es complicado y subjetivo, estas razones no se consideran suficientes para rechazar el método ya que lo mismo se puede decir de otras técnicas de valoración. ⁶

La formulación simplificada de este método puede expresarse como el sumatorio de los flujos de caja actualizados del periodo de previsión explícito más el valor residual también actualizado:

$$\text{Valor de la Empresa} = \frac{FCL_1}{(1 + TD)^1} + \frac{FCL_2}{(1 + TD)^2} + \dots + \frac{FCL_n + VR_n}{(1 + TD)^n}$$

Donde,

FCL = Flujo de Caja Libre para la Empresa

TD = Tasa de Descuento

VR = Valor Residual

El método consta de cuatro elementos básicos:

1- Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCL)

2- Tasa de Descuento/ Coste de Capital (TD)

3- Horizonte temporal (n)

4- Valor Residual (VR)

El siguiente esquema indica los pasos generales utilizados en la valoración por el método del descuento de los flujos de caja:

⁶ E-Valora Financial services (2008). Manual de valoración de empresas. (On line)
<http://www.evalora.com/he_manual.php> fecha de consulta: 06/03/2010

Esquema No 1.



Fuente del gráfico: SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall.

3.3.1. EL FLUJO DE CAJA

7 E-Valora Financial services (2008). Manual de valoración de empresas. (On line) <http://www.evalora.com/he_manual.php> fecha de consulta: 06/03/2010

El Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCL) representa los fondos que quedan disponibles para todos los proveedores de financiación de la empresa (accionistas, bancos y otros acreedores financieros). Por tanto estos fondos se emplean para pagar intereses y devolver el principal de los préstamos, incrementar el saldo de caja efectuando inversiones o pagando dividendos.

La estimación de flujos de caja futuros se realiza habitualmente para los 5-10 años siguientes al momento actual, dependiendo de la información disponible, del sector y la compañía. Por ejemplo, en sectores cíclicos se debe tener en cuenta el momento del ciclo en el cuál se encuentra la empresa.

La precisión de las proyecciones depende en gran medida de la calidad de los datos pasados, estratégicos y sectoriales que se utilicen para su preparación.

El análisis de sensibilidad sobre estos factores de éxito permite evaluar su impacto en el valor de la empresa. Otra herramienta útil para la realización de previsiones es la preparación de varios escenarios que reflejen las diferentes expectativas del

mercado o las posibles alternativas estratégicas de la empresa. Cada escenario se evalúa empleando el método del DFC (no necesariamente con la misma tasa de descuento para todos los escenarios) y las diferencias de valor pueden ser estudiadas. Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada. ⁷

Esquema No 2.

Esquema para la determinación del flujo de Caja libre

- Ventas
- Coste de Ventas
- = Beneficio bruto
- Gastos de Venta
- Gastos amortizables
- + Otros Ingresos
- = Beneficio antes de Impuestos
- Impuestos
- = Beneficio después de Impuestos
- + Gastos de amortización
- = Flujo de caja Bruto
- Variación del fondo de maniobra
- Inversión de activo fijo
- = Flujo de caja libre

Fuente: SANJURJO, M.; REINOSOM. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall.

3.3.2. TASA DE DESCUENTO O COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL

8 E-Valora Financial services (2008). Manual de valoración de empresas. (On line) <http://www.evalora.com/he_manual.php> fecha de consulta: 06/03/2010

El segundo elemento, la tasa de descuento o el coste de capital se compone de dos grandes partidas:

- ✓ El coste del capital facilitado por los accionistas o socios de la empresa, es decir, la rentabilidad exigida por estos para sus fondos.
- ✓ El coste del capital facilitado por los acreedores financieros de la empresa, es decir, la rentabilidad (tipo de interés) exigida por los bancos y demás prestamistas financieros.

El valor final de los flujos de caja libres debe ser actualizado utilizando la tasa de descuento, en este caso el coste de capital o coste medio ponderado de capital.

8

$$CMPC = \frac{Eke + Dkd \times (1 + T)}{E + D}$$

Fuente del gráfico: SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall.

Siendo: CMPC= Coste medio ponderado de capital E=valor de mercado de las acciones o recursos propios, kd=Coste de la deuda antes de impuestos, T=tasa impositiva, ke=rentabilidad exigida a las acciones.

El coste de capital es la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión. Es la combinación del coste de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.

3.3.3. HORIZONTE TEMPORAL

9 E-Valora Financial services (2008). Manual de valoración de empresas. (On line) <http://www.evalora.com/he_manual.php> fecha de consulta: 06/03/2010

El horizonte temporal es el tercer elemento de este método. Normalmente se consideran dos periodos de tiempo diferentes, aunque el primero es a veces subdividido, a su vez, en dos. El primer periodo es el periodo proyectado explícito para el cual han sido calculados flujos de caja específicos. Idealmente, ha de ser suficientemente largo como para que las inversiones se estabilicen. En la práctica, el periodo proyectado explícito suele ser de cinco a diez años. El segundo periodo de tiempo se supone ilimitado y comienza al final del periodo proyectado explícito (el

reflejado por el valor terminal o residual). Se utiliza para determinar el valor residual del negocio donde, en muchos casos, se concentra la mayor parte del valor.⁹

3.3.4. VALOR RESIDUAL

10 Apuntes. Asignatura Mercados Financieros y Valoración de Empresas (Ismael Moya Clemente, Ana Blasco Ruíz y Roberto Cervelló Royo). Universidad Politécnica de Valencia.

El cuarto elemento, es el valor residual. El valor residual de un negocio comprende su valor más allá del periodo proyectado explícito. En la práctica, el valor residual es frecuentemente calculado usando el modelo de Gordon que está basado en el supuesto de que el crecimiento de los flujos de caja libres futuros será constante. Así, se ha de estimar la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del periodo proyectado explícito. La fórmula matemática de una renta perpetua bajo el modelo de Gordon:

$$Vr = \frac{Qn(1+i)}{(r-i)(1+r)^n}$$

Donde: Qn= cifra de renta que servirá de base para el cálculo de los flujos de caja futuros esperados después del periodo proyectado, n=número de años de duración del periodo proyectado, r= CMPC, i=tasa de crecimiento media a perpetuidad considerada para los flujos de caja futuros.¹⁰

El método del descuento de los flujos de caja es el método más empleado y es considerado como el más correcto conceptualmente hablando. Esto es debido a que se obtiene el valor del negocio a través de las rentas futuras que éste sea capaz de generar.¹¹

11 SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall. Extraído y resumido.

3.3.5. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

Tabla No 1.

MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA	
VENTAJAS	INCONVENIENTES
Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuenta las inversiones necesarias para obtener dichos resultados	Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis
Facilita la valoración por unidades de negocio	Sensibilidad de las hipótesis
Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero, al análisis del negocio	Estimación de los ingresos futuros
Tiene en consideración el dinero corriente y el constante	Determinación del coste de los recursos
Evita la falta de homogeneidad de la información contable	Cálculo del valor residual
	Cálculo de las hipótesis de reinversión de los flujos generados

FUENTE: SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall.

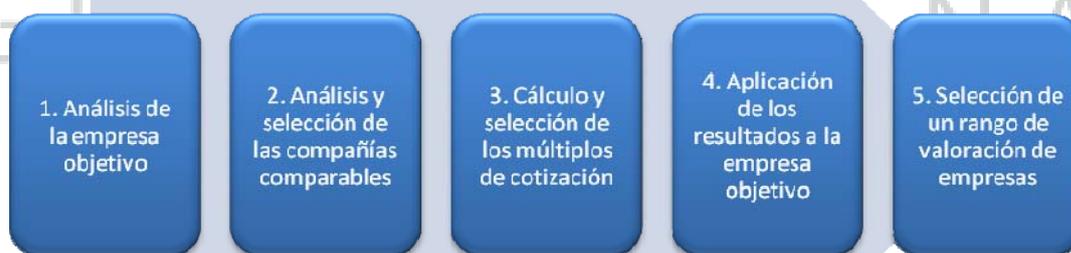
3.4. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN

12 Apuntes. Asignatura Mercados Financieros y Valoración de Empresas (Ismael Moya Clemente, Ana Blasco Ruíz y Roberto Cervelló Royo). Universidad Politécnica de Valencia.

El método de valoración por Múltiplos de comparación, relaciona una cifra unida al valor de un negocio con el valor de las acciones o el valor completo de negocio de

una compañía. Los múltiplos de valoración no son una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de valor relativo entre compañías similares o comparables. Este método funciona en realidad bajo la hipótesis de que los mercados son eficientes y de que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible y es un valor razonable o "justo". No es un método únicamente basado en datos históricos, sino también en predicciones del futuro próximo. Técnicamente, el método en sí mismo no es tan riguroso como el método de los Flujos de Caja Descontados, ya que se requiere frecuentemente ajustes contables y no existen dos compañías exactamente iguales. La mejor virtud del método de valoración por múltiplos de comparación es la sencillez. Por esta razón, este es un método universalmente utilizado y aceptado por la mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros. También se utiliza frecuentemente para contrastar resultados obtenidos a través de otras metodologías. Los pasos a seguir en la valoración por múltiplos son:

Esquema No 3.



3.4.1. ANÁLISIS DE LA EMPRESA OBJETIVO

Para tener un mejor criterio a la hora de valorar la empresa o de analizar los resultados obtenidos, es necesario realizar un estudio de la empresa objetivo. Los

principales aspectos a tener en cuenta son la actividad que desarrolla, historia de la compañía, estudio del sector, accionistas, análisis de los estados financieros de los últimos tres años, estructura organizacional, políticas de empresa, entre otras.

3.4.2. ANÁLISIS Y SELECCIÓN DE LAS COMPAÑÍAS COMPARABLES

El segundo paso es seleccionar las compañías comparables. No existe un número adecuado de compañías para hacer el estudio, pues depende en algunos casos de la dificultad de obtener la información necesaria. Aunque es recomendable emplear 10 empresas en el análisis, en la práctica no siempre es posible. Es igualmente aconsejable analizar los resultados históricos de las compañías comparables y de la empresa objetivo, es decir, cifra de ventas, margen operativo, margen neto, tasa de crecimiento de beneficios de los últimos cinco años, etc...) para de esta manera determinar cuáles son las empresas más adecuadas. Por lo general el rango de valoración final se centra solamente en 2 ó 3 compañías.

3.4.3. CÁLCULO Y SELECCIÓN DE LOS MÚLTIPLOS DE COTIZACIÓN

El cálculo y selección de los múltiplos de cotización son el tercer paso en la metodología del análisis por comparación de múltiplos.

Para la selección de los múltiplos seleccionados para realizar el estudio, se propone una agrupación que concentra los indicadores en tres grupos:

Los múltiplos basados en la capitalización de la empresa. Son los más utilizados por los analistas financieros pues la información base es de fácil obtención, disponibilidad y comprensión. Están basados en resultados históricos y en los resultados futuros más inmediatos por lo que la información disponible es mayor y más fiable. Asimismo, están considerados como los de mayor capacidad predictiva, debido al gran desarrollo y uso que se ha hecho de los mismos.

Los múltiplos basados en el valor de la empresa. Éste es la suma de la capitalización bursátil más deuda neta.

Los múltiplos basados en el crecimiento de empresa. Permiten una mejor visión del futuro de la empresa y resultan muy útiles para anticiparse a los movimientos bursátiles. También se calculan los ratios bursátiles, no sobre datos históricos, sino sobre valores futuros estimados. De este modo los valoradores usan ratios combinados con tasas de crecimiento, buscando identificar la infravaloración o sobrevaloración de las acciones.

A continuación una figura que muestra clasificación y forma de calcular los múltiplos de cotización más frecuentes.

Tabla No 2.

CLASIFICACIÓN	MÚLTIPLO	CÁLCULO
MÚLTIPLOS BASADOS EN LA CAPITALIZACIÓN	PER	Precio/Beneficio
	P/S	Precio/Ventas
	P/CF	Precio/Cash flow
	PTB	Capitalización/Recursos propios
	P/CLIENTES	Precio/Clientes
	P/OUTPUT	Precio/Output
MÚLTIPLOS BASADOS EN EL VALOR DE LA EMPRESA	EV/EBITDA	Valor empresa/Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones
	EV/S	Valor de la empresa/Ventas
	EV/CF	Valor de la empresa/Cash Flow
MÚLTIPLOS BASADOS EN EL CRECIMIENTO	PEG	Precio/Crecimiento del beneficio
	EV/EG	Valor de la empresa/Crecimiento del beneficio

3.4.4. APLICACIÓN DE LOS RESULTADOS A LA EMPRESA OBJETIVO

El siguiente paso a seguir en la valoración por múltiplos es la aplicación de los resultados a la empresa objetivo. Para hallar los múltiplos a aplicar a la empresa objetivo se utiliza algunas veces la media o la mediana del total de empresas comparables de las que se información, lo cual no es del todo aconsejable. Resulta más adecuado seleccionar las dos, tres o cuatro compañías más comparables, y tomar el rango final de múltiplos solamente entre ellas. Es mejor pensar en términos de rango y no de medias, medianas o de números exactos.

3.4.5. SELECCIÓN DE UN RANGO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

El siguiente paso es multiplicar los ratios obtenidos por los datos correspondientes de la empresa objetivo, para poder así hallar la información deseada. El rango de múltiplos obtenido debe aplicarse a datos históricos de la empresa objetivo, tales como ventas, EBITDA, EBIT, valor en libros, cash flow, etc. y también a los datos futuros o estimados de la empresa objetivo, es decir, de años siguientes. Por lo general analistas de renta variables publican este tipo de informes financieros.

Es aconsejable que los valores obtenidos para la empresa objetivo, sean reflejados en un gráfico. En algunos casos, los puntos del gráfico pueden estar muy alejados unos de otros; este aspecto se debe explicar. Por ejemplo los múltiplos basados en el beneficio pueden dar valores menores que los basados en ventas o en el capital empleado, en el escenario en que la actividad de la empresa fuera menos rentable que muchas de sus compañías comparables. Cuando se ha obtenido el rango de valores de la empresa objetivo, puede resultar muy útil dividir los resultados por los datos de la compañía, con el fin de obtener los múltiplos de la misma y poder así comprobar si están en la línea con el resto del sector.¹²

3.4.6. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

A continuación se ilustra las ventajas e inconvenientes del método de valoración por múltiplos:

Tabla No 3.

MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	
VENTAJAS	INCONVENIENTES
Los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores, reflejando las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgo del negocio, crecimiento del mercado, etc.	Dificultad para encontrar compañías 100% comparables.
Es una herramienta útil para comprobar el valor obtenido a través del descuento de flujos de caja.	Diferencias en los sistemas contables según legislación nacional.
El mercado rara vez se equivoca	Distintos grados de información según los requisitos nacionales del mercado de valores
El valor obtenido es un indicador fiable del valor de una empresa, incluso para participaciones minoristas.	Pequeñas compañías o empresas que sólo son seguidas superficialmente por los analistas pueden no reflejar el verdadero valor.

3.5. CRÍTICAS A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

En este subcapítulo, se resumen las críticas generalmente lanzadas a los procesos y métodos de valoración de empresas.

Tabla No 4.

VALORACIÓN DE EMPRESAS	
DESVENTAJA	ARGUMENTO
La valoración proporciona una visión, quizás sesgada del valor de la empresa, pues se obtiene en un marco de gran subjetividad	Es difícil usar datos fiables y acordes a la realidad en la valoración. El sesgo puede ser eliminado parcialmente mas no en su totalidad, dejando de hacer juicios previos sobre la empresa. En ocasiones la infra o sobrevaloración viene dada por el valorador.
El proceso de valoración conlleva la arbitrariedad en el uso de los métodos.	Debe clarificarse previamente el fin de la valoración, pues diferentes criterios para distintos propósitos conllevan a valores diversos en la misma empresa.
La valoración de empresas debe manifestarse como un hecho puntual en el tiempo, para fines muy específicos	La valoración debe ser una variable principal a tener en cuenta para las decisiones financieras de la empresa. Tanto para la empresa, como para los inversores y gestores de carteras.
El precio final, en el caso de compra de empresas, está condicionada a la	En procesos de compra, es necesario un precio como base

negociación de las partes. En la negociación poco se discute el método de valoración elegido.	para la negociación, un punto de partida para sobre el cuál tratar de llegar a un acuerdo.
Estadísticamente, las recomendaciones de compra son más frecuentes que las recomendaciones de venta.	Cualquier valoración debe considerar el posible interés que pueda tener la persona que la realiza, pues el valor obtenido puede estar muy lejos del precio objetivo que debe servir de referencia, lo que lleva a la especulación.

13



GRUPO ANTENA 3

4. EL GRUPO ANTENA 3

Este capítulo tiene como objetivo primordial conocer el grupo, su historia, las empresas que lo conforman, su composición accionarial y las cifras económicas relevantes de los últimos años.

4.1. DOMICILIO

14 Grupo Antena 3 (2010). "Dónde Estamos" (On line)

< <http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/localizanos/es>> Fecha de consulta: 12/08/2010

Antena 3 tiene su sede central en San Sebastián de los Reyes (Madrid), donde cuenta con unas amplias instalaciones ubicadas sobre una superficie de 94.000 metros cuadrados, con los más avanzados medios técnicos para la producción y emisión de radio y televisión.

Con 9 platos televisivos --uno de los cuales cuenta con cerca de 2.000 m²-- y 9 estudios de radio --uno de ellos con capacidad para público en directo-- las instalaciones centrales del grupo Antena 3 constituyen una auténtica "ciudad audiovisual".

En el terreno televisivo, además de los 9 estudios, la cadena cuenta con 16 salas de post-producción, 6 unidades móviles y un sistema integrado de noticias que permite la producción digital automatizada de los informativos.

En cuanto a los estudios centrales de Onda Cero, se trata de unas nuevas instalaciones (inauguradas en el verano de 2004) completamente digitalizadas y que incorporan las más avanzadas técnicas de radiodifusión.¹⁴

4.2. PERFIL

El GRUPO ANTENA 3 es el principal grupo español de comunicación y por ende una de las referencias audiovisuales del sector. Opera, entre otros, en los mercados de la televisión en abierto y en la radio comercial. ANTENA 3 cotiza en Bolsa desde el 29 de Octubre del año 2003.

ANTENA 3 se constituyó como Compañía en 1988, consiguiendo la adjudicación de una de las primeras tres licencias de televisión privada licitadas en España. La cadena se convirtió en la primera oferta privada de televisión que pudieron disfrutar los españoles -sus emisiones regulares se estrenaron el 25 de enero de 1990- y pronto empezó a desarrollarse como una de las referencias audiovisuales del mercado español.

Desde el año 1993, el GRUPO ANTENA 3 ha desarrollado una estrategia de diversificación con el objeto de dotar a la Compañía de vías adicionales de crecimiento. Esta estrategia se ha intensificado en los últimos años. De este modo, el GRUPO ANTENA 3 está compuesto por su empresa matriz, ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. y sus empresas filiales y asociadas.¹⁵

Entre sus accionistas se encuentran multinacionales del sector de los contenidos y de la comunicación como los grupos Planeta- De Agostini y RTL, además del Banco Santander Central Hispano.¹⁶

15 Grupo Antena 3 (2010). "Quiénes somos" (On line) <<http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/quienes-somos/es>> Fecha Consulta: 12/08/2011

16 Bolsa de Madrid (2010). "Ficha de empresa" (On line) Fecha Consulta: 12/08/2011 <http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?menu=3&enlace=/esp/mercados/acciones/accind1_1.htm>

4.3. EMPRESAS DEL GRUPO

17 Grupo Antena 3 (2010). "Grupo Antena 3- Empresas (On line) <http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/detalle_empresa/es> Fecha Consulta: 12/08/2010, 26/08/2011



El GRUPO ANTENA 3, a través de sus distintas líneas de negocio, está presente en los medios de comunicación más relevantes: la televisión, la televisión digital terrestre, el cine, internet, la publicidad y el móvil.

Desde el año 1993, el GRUPO ANTENA 3 ha desarrollado una estrategia de diversificación con el objeto de dotar a la Compañía de vías adicionales de crecimiento. Esta estrategia se ha intensificado en los últimos años.

ANTENA 3 ha concluido 2009 como el grupo privado líder de audiencia de la televisión en España, con un 16,6% de cuota de pantalla. En cuanto a los nuevos canales de Televisión Digital Terrestre, Neox y Nova han finalizado 2009 duplicando su audiencia respecto el año anterior hasta conseguir conjuntamente una cuota del 1,9%. En el año 2010, se mantuvo como uno de los principales operadores audiovisuales pese a la creciente competitividad en el sector. Uno de los factores de este éxito se debe a la puesta en marcha de la estrategia 3.0, que impulsa la gestión integral y única de los contenidos que genera ANTENA 3 para su difusión en los tres canales (ANTENA 3 TV, NEOX y NOVA) y en las tres principales pantallas (televisión, internet y móvil).



UNIPREX es la filial de radio del Grupo. ONDA CERO fue la emisora generalista que más creció en el 2009, afirmando durante el 2010 este crecimiento al tener excelentes resultados en su ejercicio, incluso superando los del año 2009. ONDA CERO se ha confirmado como la segunda cadena en el panorama radiofónico español a gran distancia de la tercera oferta, la cadena Cope. EUROPA FM, sigue escalando puestos en el que ha sido el mejor resultado de su historia.

ANTENA 3 FILMS mantiene su compromiso con el cine español mediante la producción de películas, y tv movies que se han ganado el éxito del público y de la crítica. La película “Fuga de cerebros” superó el millón de espectadores y la película “Planet 51” tuvo casi dos millones de espectadores y un Premio Goya. Las Tv movies estrenadas en 2009 y 2010 para la franja prime-time han contado con datos de



audiencia muy significativos.



ANTENA 3 MULTIMEDIA. Es la constatación del interés del GRUPO ANTENA 3 hacia las nuevas formas de comunicación. Internet, radio, televisión, cine, telefonía móvil, e incluso la organización de eventos, confluyen en un mismo camino marcado por un nuevo concepto multimedia. ANTENA 3 MULTIMEDIA ha experimentado un gran crecimiento

con la política del GRUPO de integrar contenidos audiovisuales en cualquiera de las plataformas y soportes existentes. En consecuencia, las webs de la compañía han finalizado 2009 con un promedio mensual de 3,5 millones de usuarios únicos y más de 60 millones de páginas vistas, frente a los 2,5 y 37 millones de páginas de 2008. Esto supone un incremento del 42% y del 64% respectivamente.

ATRES ADVERTISING sigue aportando valor a los planes de comunicación de sus clientes mediante el asesoramiento en planificación y creatividad. La solución que ofrece ATRES



ADVERTISING, basada en la gestión conjunta de soportes, permite al anunciante aumentar la eficacia de las campañas y aprovechar la complementariedad de los targets. En 2009 ha incorporado nuevos clientes que refuerzan su capacidad para llegar a todo tipo de público.



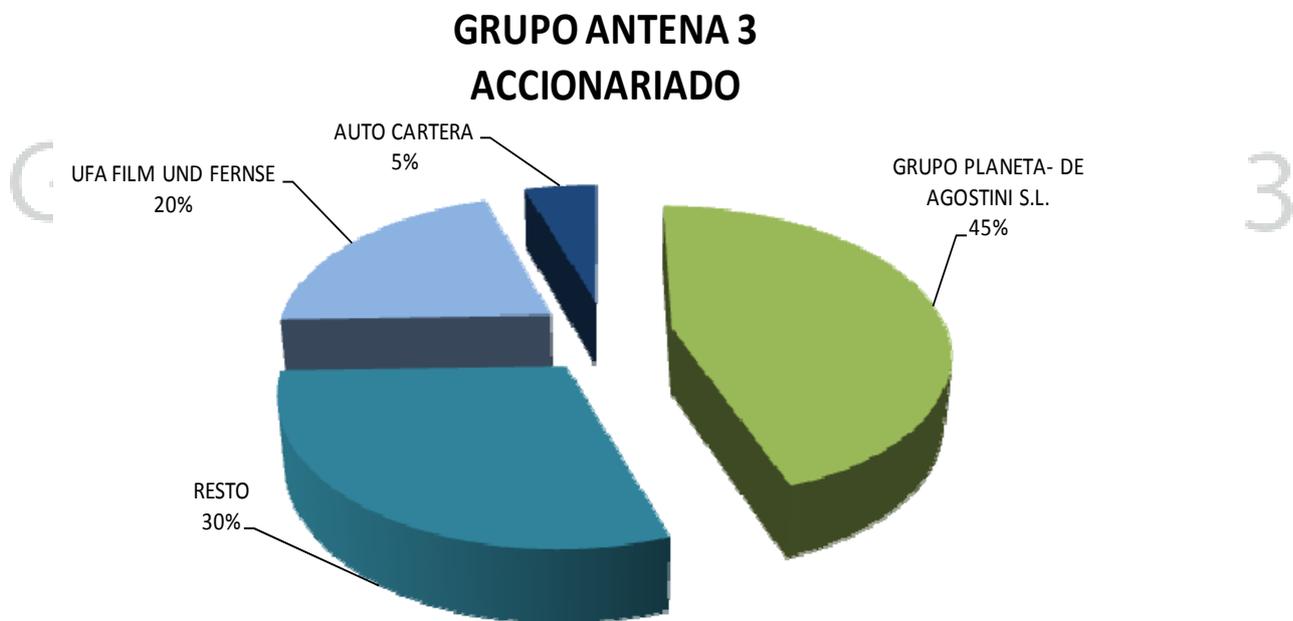
En su segundo año de vida ANTENA 3 EVENTOS, la empresa especializada en el desarrollo de eventos promocionales, así como en la prestación de servicios de producción y comercialización de otros acontecimientos, ha creado nuevos escenarios publicitarios mediante la organización de grandes citas musicales y promocionales, como la Vuelta Ciclista a España y la carrera Ponle Freno, el primer maratón por la seguridad vial, que logró una gran éxito de participación.

Todas estas actividades, que componen las líneas de negocio del GRUPO ANTENA 3, hacen de él una gran empresa de comunicación que afronta los desafíos de una actividad en constante evolución desde la innovación y la creatividad.¹⁷

4.4. COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO

18 Grupo Antena 3 (2011). "Grupo Antena 3- Descripción del capital social de Antena 3 televisión (On line) <http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/mostrarContenido.do?titulo=Descripcion-del-capital-social&idContenido=2774512&tipoContenido=12&headingTitle=ACCIONISTAS+E+INVERSORES&opcLeft=accionistasInversores_accionariado_accion&language=1> Fechas de Consulta: 12/08/2010, 26/08/2011

Gráfico No 2.



Fuente: GRUPO ANTENA3- Accionariado

El capital social de Antena 3 de Televisión, S.A. es de 158.334.600 euros y está dividido en 211.112.800 acciones, de 0,75 euros de valor nominal, totalmente suscritas y desembolsadas.

Todas las acciones son ordinarias, de una única serie, están representadas mediante anotaciones en cuenta y otorgan los mismos derechos económicos y políticos.

Las acciones no tienen prestaciones accesorias, ni existen restricciones estatutarias para su transmisión, siendo no obstante de aplicación la legislación especial sobre televisión privada para la transmisión de participaciones significativas de su capital social.

BOLSAS DE VALORES EN LAS QUE COTIZA LA ACCIÓN

La totalidad del capital social de Antena 3 de Televisión, S.A. cotiza en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.

El actual valor nominal de las acciones es consecuencia del acuerdo adoptado por la Junta General Ordinaria de Accionistas que se celebró el día 9 de marzo de 2005 y que decidió la reducción del valor nominal de las acciones, que antes era de tres (3 €) euros y pasó a ser, en virtud de ese acuerdo, de setenta y cinco (0,75 €) céntimos de euro. El cambio de valor nominal tuvo efectos bursátiles el 27 de abril de 2005.¹⁸

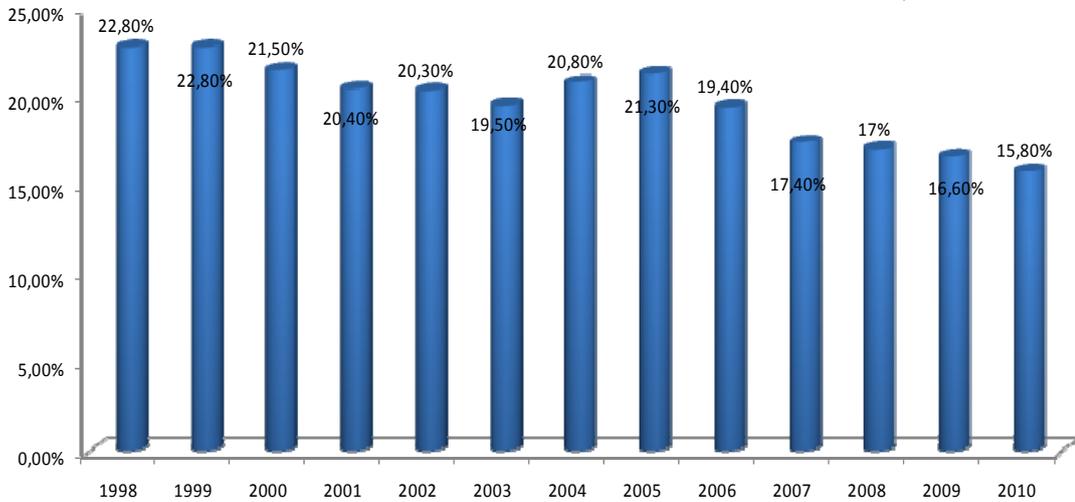
4.5. DATOS ECONÓMICOS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

El share medio de audiencia viene disminuyendo paulatinamente desde el 22,80% en 1998 hasta el 15,80% en el año 2010. Este descenso obedece a la fragmentación de la audiencia por medio, entre otros, de las cadenas temáticas y del asentamiento de la televisión digital terrestre. De esta manera se tiene un mercado de la televisión más denso, en el cuál el GRUPO ANTENA 3 se consolida como el primer grupo en el panorama privado.

Gráfico No 3.

Share Medio de Audiencia

Fuente: Cuentas anuales del Grupo Antena 3- (1998-2010)



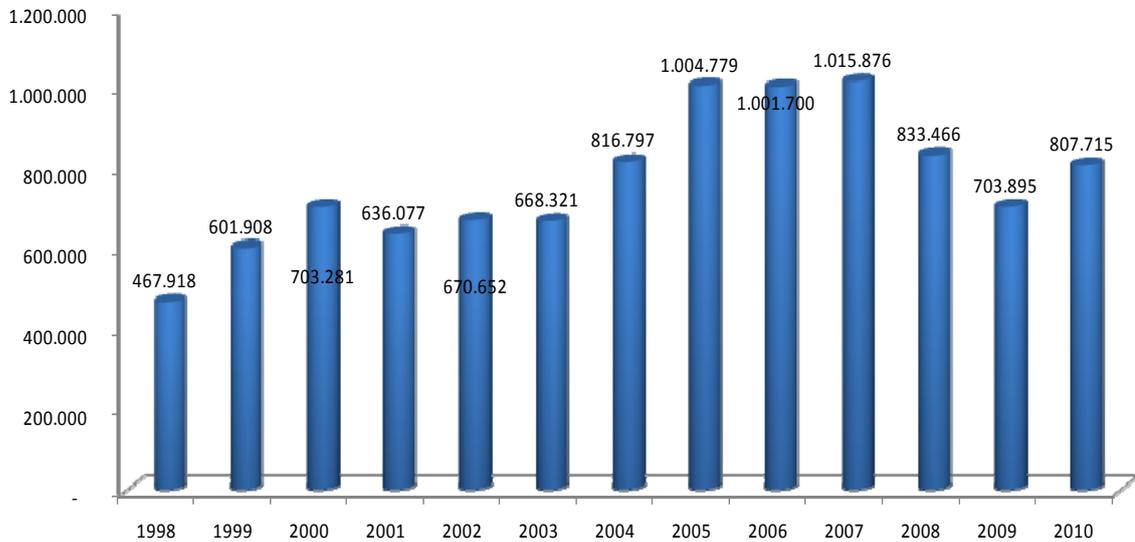
La disminución del producto interior bruto en un 3,6% respecto del 2008, la disminución del consumo de los hogares en un 5% repercutieron directamente en la evolución del mercado publicitario, donde el grupo obtiene la mayor parte de sus ingresos. Se observa el impacto de la crisis económica en el importe de la cifra de negocio desde el año 2007 con 1.015.876.000 euros hasta los 703.895.000 euros del año 2009. Entre el año 2005 y el año 2007, se observa una leve tendencia a la estabilidad, rota por la crisis, y precedida de incrementos en los años anteriores.

Para el año 2010, el grupo tuvo un incremento en su cifra de negocio respecto al año 2009, pasando de 703.895.000 euros a 807.715.000 euros. El incremento en la cifra de negocios del Grupo Antena 3 y en general del resto de operadores privados, obedece a la reducción de los espacios publicitarios de TVE.

Gráfico No 4.

Cifra de Negocio (Miles Euros)

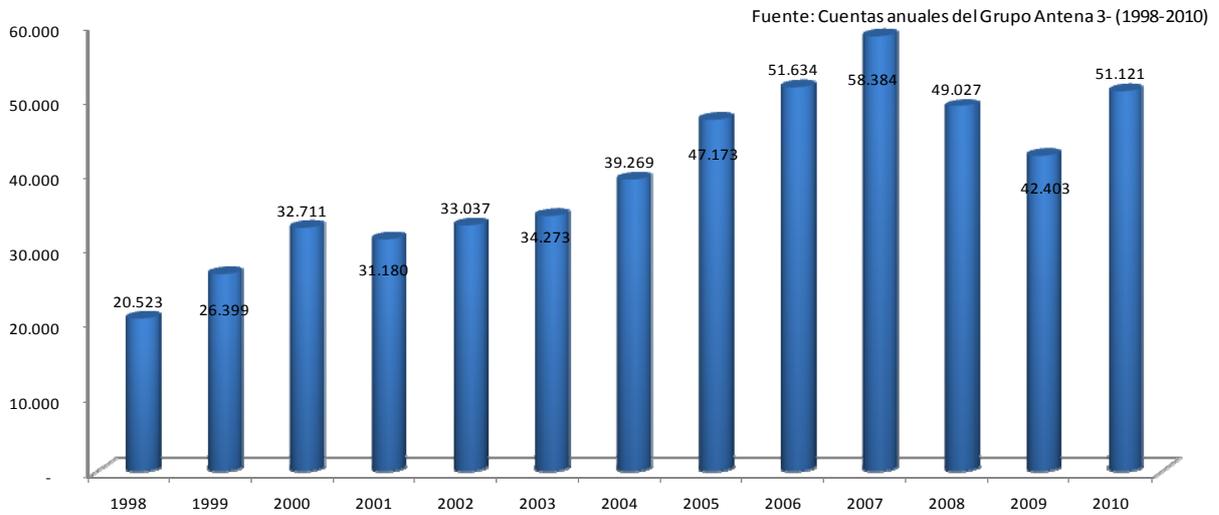
Fuente: Cuentas anuales del Grupo Antena 3- (1998-2010)



Este incremento en la cifra de negocios para el ejercicio 2010, repercute favorablemente en el indicador de Ingresos por punto de Share, a pesar de la disminución en el share medio de audiencia. En el año 2009 el GRUPO ANTENA 3, obtuvo 42.403.000 euros por cada punto de cuota televisiva; mientras que para el año 2010 obtuvo 51.121.000 euros por cada punto de audiencia. El gráfico inferior ratifica lo dicho anteriormente respecto del impacto de la crisis económica en el sector televisivo entre el 2007 y el 2009, mitigada en 2010 por el impacto positivo del nuevo modelo de la televisión en España, en el cuál la cadena estatal TVE no percibe ingresos publicitarios, permitiendo así que las cadenas privadas mejoren sus beneficios.

Gráfico No 5.

Share Medio de Audiencia



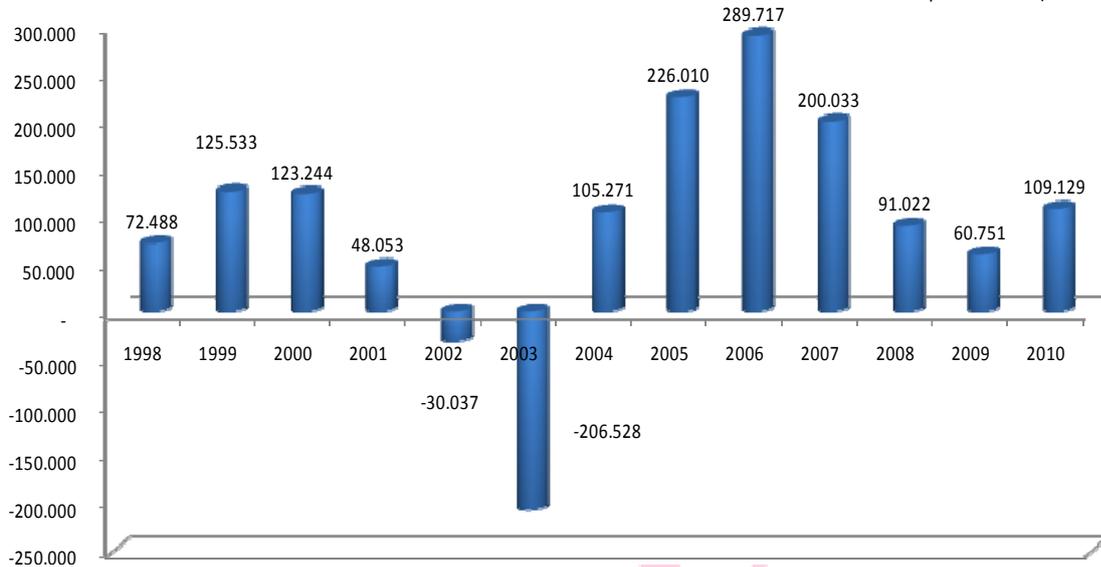
En conjunto los ingresos totales del grupo han sido de 808 millones de euros frente a 704 millones de euros del ejercicio anterior, lo que supone un incremento del 14,7%, muy superior al del mercado publicitario en su conjunto. En todos los negocios del Grupo se han seguido políticas de control de gastos. No obstante, se han incurrido en algunos costes de reestructuración y, en total, los gastos de explotación se han incrementado un 4,2% hasta totalizar 667 millones de euros. El resultado antes de impuestos ha sido de 109 millones de euros frente a 61 millones de euros en el ejercicio anterior.¹⁹

¹⁹ Cuentas Anuales (2010)- Antena 3 de televisión y sociedades dependientes

Gráfico No 6.

Resultado Neto (Miles Euros)

Fuente: Cuentas anuales del Grupo Antena 3- (1998-2010)

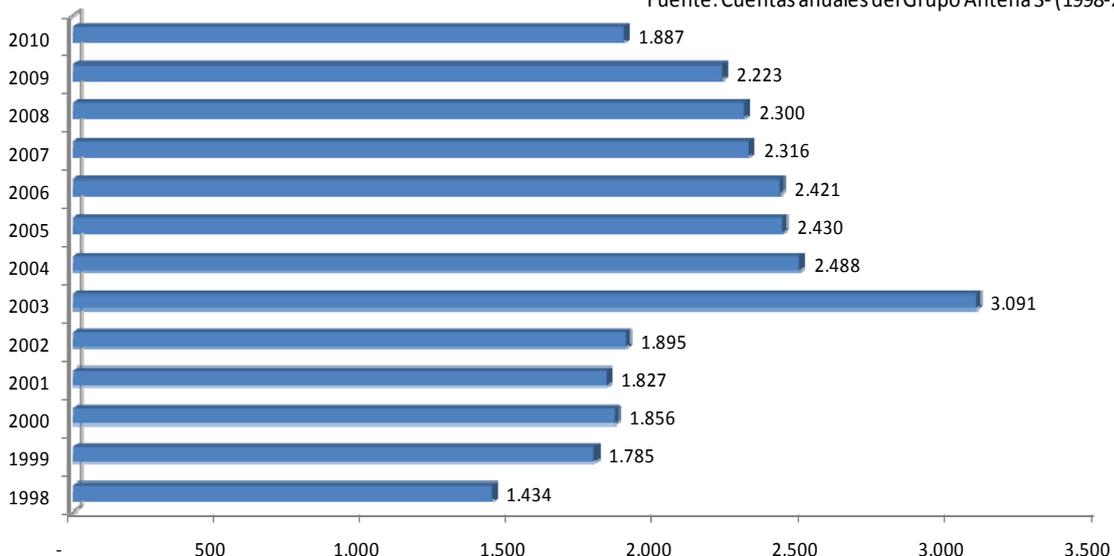


El número de empleados del GRUPO ANTENA 3 es de 1.887, a cierre del año 2010. En los últimos 5 años se han eliminado 534 puestos de trabajo.

Gráfico No 7.

Número de Empleados

Fuente: Cuentas anuales del Grupo Antena 3- (1998-2010)



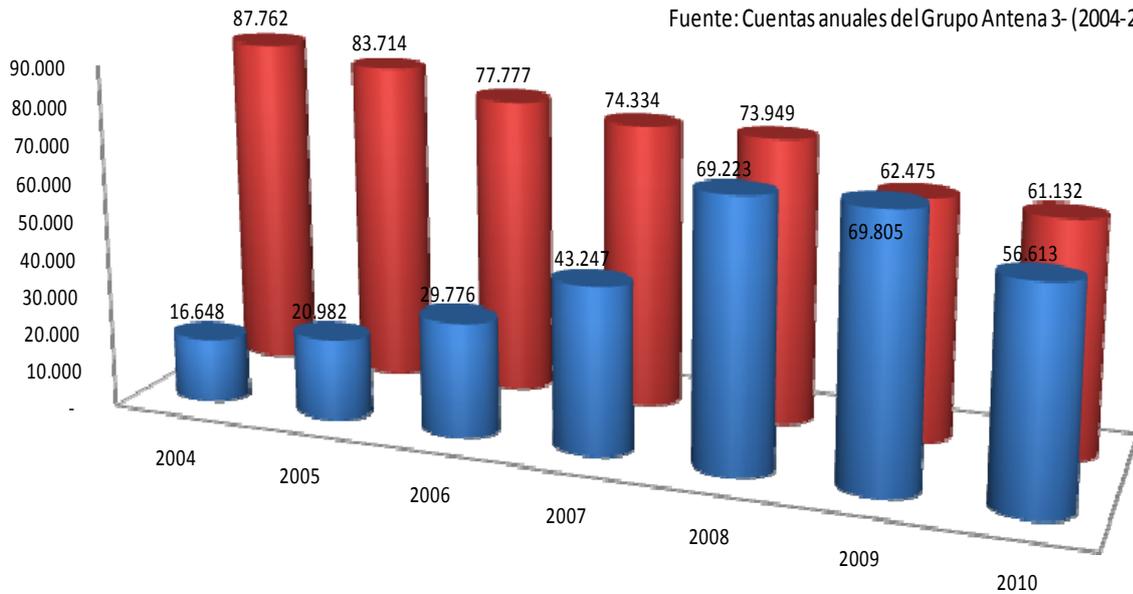
El gráfico inferior muestra comparativamente la evolución del inmovilizado material y de los otros activos intangibles desde el año 2004. Es importante destacar el incremento de los intangibles (barras de color azul), representado por producciones

audiovisuales, marcas, patentes y aplicaciones informáticas a lo largo de los 7 años. Mientras que el inmovilizado material (barras de color rojo), disminuye principalmente por la amortización de los bienes.

Gráfico No 8.

INMOVILIZADO MATERIAL Y OTROS ACTIVOS INTANGIBLES (MILES DE EUROS)

Fuente: Cuentas anuales del Grupo Antena 3- (2004-2010)



GRUPO ANTENA 3

5. SITUACIÓN ACTUAL DEL SECTOR

5.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR.

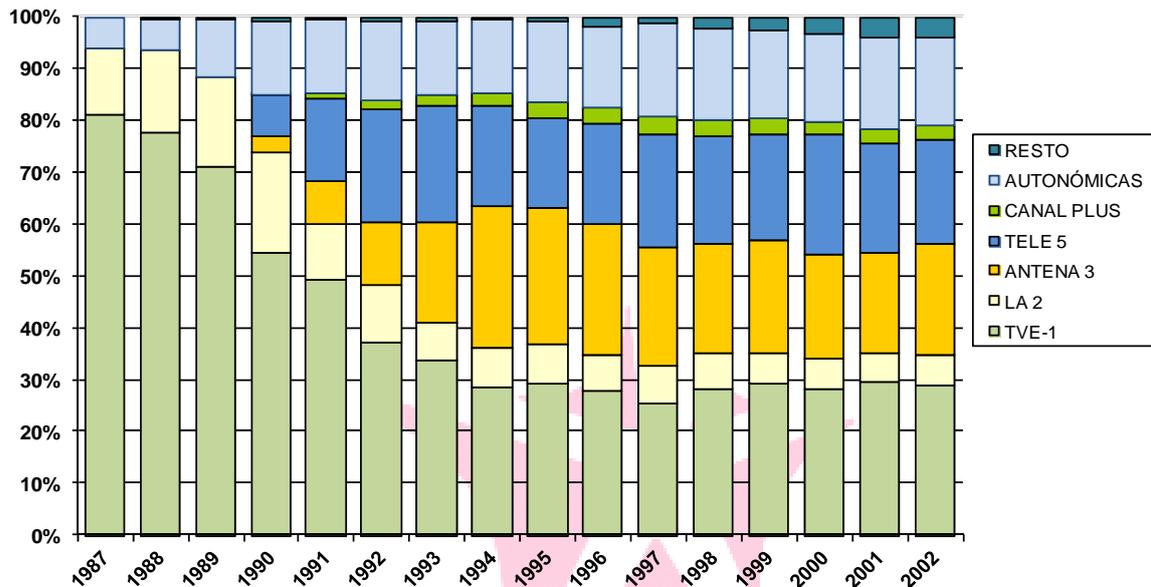
La industria de la comunicación en España experimentó una profunda transformación durante la década de los noventa. El fenómeno televisivo no fue ajeno a los cambios rápidos y continuos de la época. La consolidación de las cadenas privadas, el nacimiento de las plataformas digitales y la consecuente “guerra del fútbol”, además de la aparición de la televisión digital terrestre y del cable son algunos de los hechos que han modificado la estructura audiovisual en los años noventa. Desde el año 2000, se vaticinó que con la aparición de nuevas tecnologías, cada vez más convergentes, se transformaría y evolucionaría el modelo televisivo. Por ejemplo, (Cortés Lahera, 2000) auguró la atomización de la audiencia que hemos vivido recientemente entre el año 2000 y el 2009. De la misma manera se predecía que las nuevas ofertas (plataformas digitales y emisoras locales) crecerían paulatinamente en el mercado, con el pasar de los años (GECA, 2002). Este hecho se refleja en el siguiente gráfico:

GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 9.

Participación de las cadenas de televisión (en porcentajes)

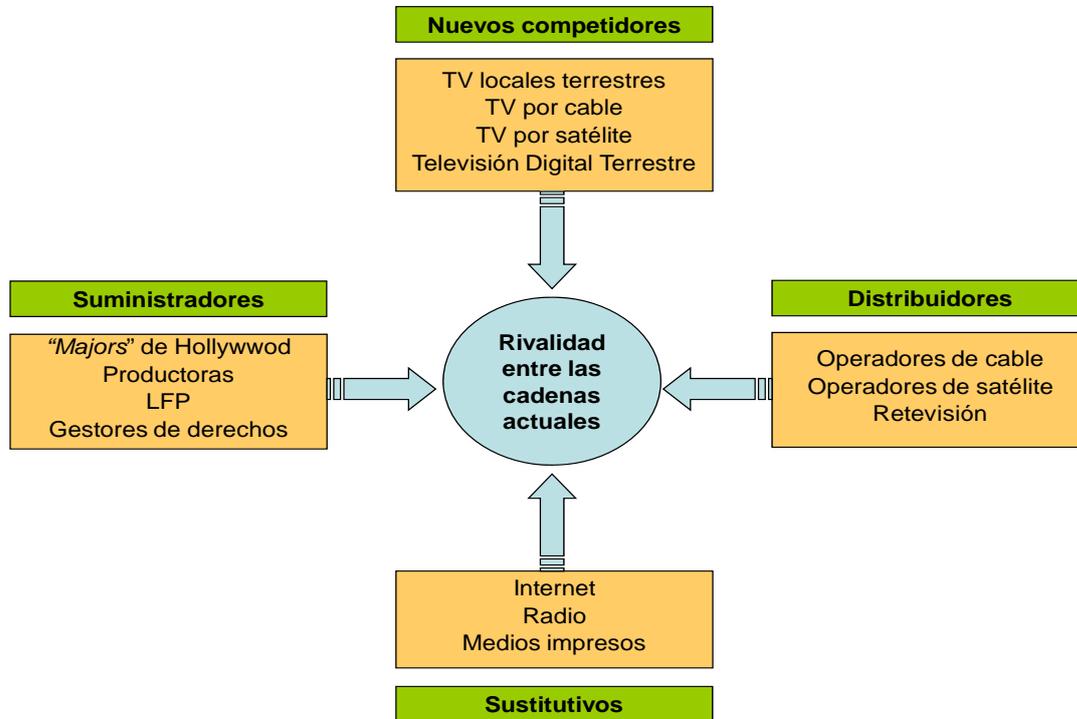
Fuente: Marco General de Medios en España (2003)



En este entorno, los medios de comunicación compiten entre sí en tres frentes: en primer término, se disputan el tiempo de atención del público; en segundo lugar, tratan de conseguir la mayor parte posible del presupuesto que destinan los ciudadanos al consumo de información y entretenimiento, en los casos en los que se acceda vía pago; finalmente, procuran captar una cuota elevada de las inversiones publicitarias de los anunciantes, excepto aquellas agencias de noticias, productoras, servicios de información *on-line* y televisiones de pago que rechazan la publicidad como fuente de ingresos. Así, la rivalidad que generan estos tres frentes entre los medios de comunicación requiere que se analicen los competidores de la industria de la televisión teniendo en cuenta aquellos medios que compiten en alguno de los tres ámbitos señalados, lo que Sánchez-Tabernero (2000) ha representado siguiendo el modelo clásico de Porter.

Esquema No 4.

Entorno competitivo de la televisión en España



Fuente: Sánchez-Taberner (2000)

Así, la competencia surge en los años ochenta que fueron testigo del fin del monopolio televisivo en España, con la aparición de los canales autonómicos, el desarrollo de las primeras cadenas locales y la aprobación de la Ley de Televisión Privada con el consiguiente nacimiento de las mismas. De hecho, hasta 1982, TVE ostentó el monopolio de la televisión en el Estado español, gestionándolo con una estructura más bien centralizada que incluye algunos centros regionales, pero que, salvo raras excepciones, no eran una apuesta importante del medio. El inicio de la transición política abre paso, en el plano de los medios de comunicación audiovisuales, a una organización del Estado más ajustada a la realidad plurinacional y al desarrollo de un marco jurídico que regula varias vías para la creación de nuevos canales de televisión. Así, el último día de 1982 se realiza la emisión inaugural de Euskal Telebista, primera televisión que rompe el monopolio de la televisión estatal.

La década de los años 2000 se ha caracterizado por una “competencia controlada” en la que cuatro compañías (RTVE, Antena3, Gestevisión-Telecinco y Sogecable) han dominado el panorama televisivo, añadiéndose un quinto actor relevante constituido por las televisiones autonómicas. A los demás canales les ha correspondido un papel marginal, tanto en audiencias como en cuotas de suscripción y participación en el mercado publicitario.

La creciente competencia ha ocasionado que las principales empresas hayan emprendido diversas estrategias encaminadas a fortalecer su posición, mantener su cuota de mercado y de influencia y a dificultar la entrada de nuevos competidores. Tales decisiones se efectuaron a finales de los años noventa, cuando estas compañías habían acumulado los recursos y la experiencia necesarios para realizar nuevas inversiones en el sector audiovisual. Ante este panorama, la industria televisiva estuvo inmersa en un proceso de integración con las grandes compañías del sector de las telecomunicaciones, intentando controlar derechos de emisión (de películas, producción de ficción televisiva y acontecimientos deportivos); estando presentes en nuevas ventanas de explotación de los productos audiovisuales (distribución de vídeo, pago por visión, *merchandising*, etc.); desarrollando canales interactivos; elaborando canales temáticos, distribuidos de momento por cable o satélite; firmando alianzas con programadores extranjeros y con operadores de cable, etc.

Como se indicó anteriormente, estos movimientos pretendían en su momento mantener la competencia entre las compañías que comenzaron a dominar la oferta del sector en España en el inicio de los años noventa. Sin embargo, esas iniciativas no lograron impedir la aparición de nuevos competidores derivados principalmente de la liberalización del marco legal y de las innovaciones tecnológicas. (Sánchez-Taberner, 2000). Según las previsiones disponibles, pocos sectores, salvo Internet y la telefonía móvil, experimentaron un crecimiento tan alto como el televisivo durante el período 2000-2005. Además, Internet representa a la vez una amenaza y una oportunidad para las empresas de televisión, ya que, desde el punto de vista

positivo, se ha convertido en un instrumento promocional de los canales, completando la oferta televisiva tradicional y agregando valor publicitario. Por el contrario, algunas compañías, aprovechando la mejora técnica de la red, ofrecen contenidos interactivos de entretenimiento y atraen un porcentaje importante del público menor de 25 años, que hasta ahora ha sido usuario habitual de la televisión.

Así visto, los tres segmentos que experimentarán los mayores niveles de crecimiento –televisión, Internet y telefonía móvil- tienen características comunes, ya que, por un lado, se agrupan dentro de un gran sector que engloba todo lo referente a Telecomunicaciones y Medios; por otro lado, todos llevan a cabo actividades relacionadas con la comunicación y, por último, las mismas empresas poseen intereses en todos ellos. De hecho, los principales motivos por los que las empresas muestran un creciente interés en esta triada se fundamentan en el aumento de la facturación publicitaria y la posibilidad de entrar en un campo que atrae la atención de un sector cada vez más amplio de la población, que le dedica más tiempo y que está dispuesto a pagar por acceder a esos servicios.

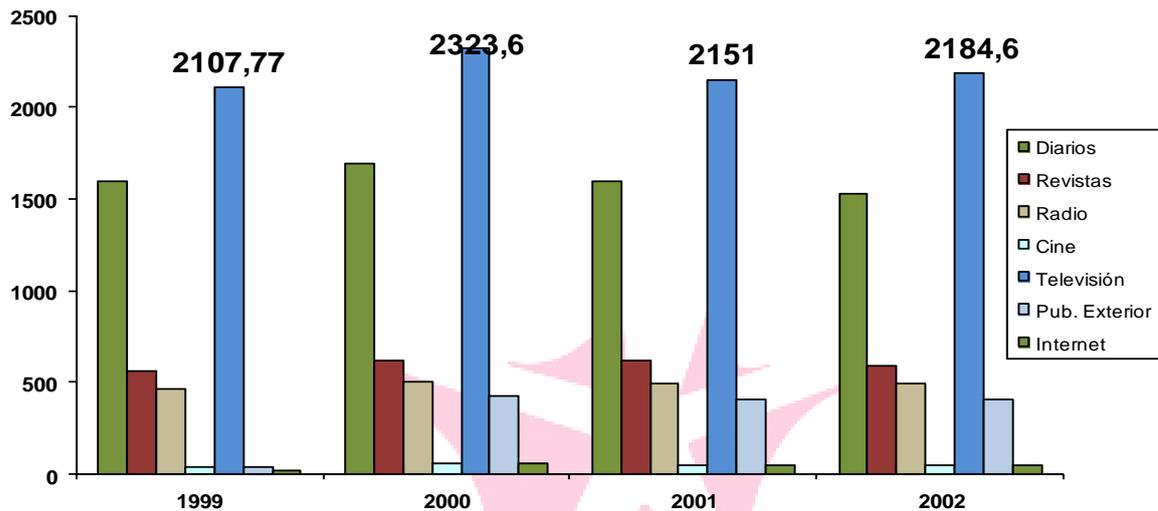
En lo referente a la facturación publicitaria de las cadenas en España debemos destacar que ésta experimentó un ligero descenso entre 1999 y 2002, sin embargo sus posteriores no estuvieron seriamente afectados (Durández, 2000). La televisión sigue siendo el medio convencional más atractivo para los anunciantes

Gráfico No 10.

Inversión Publicitaria Real Estimada En Medios Convencionales

(Millones de euros)

Fuente: Elaboración propia a partir de Infoadex (2003)



Por otra parte, la televisión mueve más dinero que el exclusivamente procedente de la publicidad. A los ingresos por esos conceptos hay que añadir los que provienen de la producción de programas y otras actividades necesarias para la realización de esos espacios. La ampliación de canales como consecuencia del desarrollo de la televisión digital y de las redes de cable, ha incrementado la demanda, y eso ha sido una mayor oportunidad de negocio para los productores de contenidos. En el año 2003 un estudio de (Infoadex), consideró el sector como uno de los sectores con mayor futuro en el mundo. El estudio acertó hasta la aparición de la crisis económica del 2007, que desaceleró el crecimiento del sector. Se debe agregar que el número de canales existentes en España ha aumentado considerablemente, a lo que se asocia el importante incremento del volumen de producción anual entre 2000 y 2007, y el atractivo que la industria audiovisual española representa para la inversión de los grandes grupos de comunicación extranjeros.

Ante esta situación, las cadenas televisivas han realizado un gran esfuerzo en los últimos años por mejorar la gestión y sanear sus economías, continuando en este empeño por alcanzar y superar su umbral de rentabilidad, principalmente ante los nuevos imperativos del mercado y la creciente competencia (Pardo, 2000). No obstante, el éxito de estas medidas dependerá de las estrategias con las que afronten los retos ineludibles, así como del tratamiento y comportamiento de la cadena ante ciertas cuestiones contextuales, tales como el papel de la televisión pública, la reconversión tecnológica o el comportamiento futuro de la inversión publicitaria. En este sentido, los cambios estratégicos que las cadenas de televisión están desarrollando en la actualidad no serán los últimos que realicen en un sector audiovisual que está en continua evolución y expansión.

5.2. AÑO 2006

20 Análisis Económico De La Televisión En España -2007 Deloitte S.L.

En 2006, la televisión privada ha superado por primera vez los 3.500 millones de euros de facturación, un incremento del 6,5% con respecto al año 2005, por encima del crecimiento medio de la economía.

No obstante, la capacidad de generación de caja del conjunto del sector (EBITDA) ascendió a 960 millones de euros, un 10,2% menos que en ejercicio 2005. Sin embargo esta cifra supera a la media de otros sectores de actividad, ya que la cifra de caja generada por operaciones supone un 27,2% sobre el total de la facturación.

Asimismo, las principales televisiones españolas en abierto continúan presentando unas tasas de rentabilidad superiores a las televisiones europeas.

Tabla No 5.

GRUPO	EBIT/ INGRESOS	RTDO NETO/ INGRESOS
Antena 3	35,71%	35,29%
Telecinco	44,07%	31,50%
Mediaset	27,66%	17,66%
RTL	18,48%	19,70%

Fuente: Cuentas anuales

Tabla No 6.

Cuenta de Resultados de la televisión privada en España

Comparativa 2006 y 2005

Miles Euros	2006	2005	Variación %
Ingresos por abonados	1.078.000	1.059.492	1,75%
Ingresos publicitarios	2.019.250	1.830.931	10,29%
Prestación de servicios y otros ingresos	433.074	424.618	1,99%
Total Ingresos Explotación	3.530.324	3.315.041	6,49%
Consumo de programas	1.605.308	1.365.841	17,53%
Gastos de personal	314.903	297.962	5,69%
Amortización técnica	224.814	260.196	-13,60%
Variación de provisiones y otros gastos	650.083	581.791	11,74%
Total Gastos de Explotación	2.795.108	2.505.790	11,55%
Resultado de Explotación	735.216	809.251	-9,15%
Ingresos Financieros	21.394	9.504	125,11%
Gastos Financieros	70.738	96.588	-26,76%
Resultado Financiero	49.344	87.084	43,34%
Ingresos Extraordinarios	120.901	26.086	363,47%
Gastos Extraordinarios	10.349	16.309	-36,54%
Resultado Extraordinario	110.552	9.777	1030,74%
Resultado de sociedades por puesta en equivalencia	4.436	5.996	-26,02%
Resultado antes de impuestos	791.988	725.948	9,10%
Impuesto sobre sociedades	232.350	223.069	4,16%
Resultado Socios externos	4.995	482	-1136,31%
Resultado neto del ejercicio	564.633	502.397	12,39%
EBITDA	960.030	1.069.447	-10,23%

5.2.1. LA TELEVISIÓN PRIVADA EN ESPAÑA

5.2.1.1. TELEVISIÓN EN ABIERTO Y TELEVISIÓN DE PAGO

En ambos segmentos disminuye la rentabilidad en 2006. Sin embargo, dicha disminución se ha manifestado en aspectos distintos. La televisión en abierto ha sufrido un fuerte aumento en sus costes, muy por encima de los ingresos captados por los nuevos canales. En el caso de la televisión de pago, la menor rentabilidad viene motivada, básicamente, por una disminución de sus ingresos publicitarios y un aumento por encima de inflación de los costes de programación.

Tabla No 7.

Miles de euros	TV EN ABIERTO			TV DE PAGO		
	2006	2005	Variación %	2006	2005	Variación %
Ingresos por abonados				1.078.000	1.059.492	1,79%
Ingresos publicitarios	1.990.950	1.769.731	12,50%	28.300	61.200	-53,76%
Prestación de servicios y otros ingresos	65.574	40.018	63,86%	367.500	384.600	-4,45%
TOTAL INGRESOS EXPLOTACIÓN	2.056.524	1.809.749	13,64%	1.473.800	1.505.292	-2,09%
Consumo de programas	776.208	587.341	32,16%	829.100	778.500	6,50%
Gastos de personal	214.003	186.062	15,02%	100.900	111.900	-9,83%
Amortización técnica	26.714	28.096	-4,92%	198.100	232.100	-14,65%
Variación de provisiones y otros gastos	414.483	318.591	30,10%	235.600	263.200	-10,49%
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	1.431.408	1.120.090	27,79%	1.363.700	1.385.700	-1,59%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	625.116	689.659	-9,36%	110.100	119.592	-7,94%
EBITDA	651.830	717.755	-9,18%	308.200	351.692	-12,37%

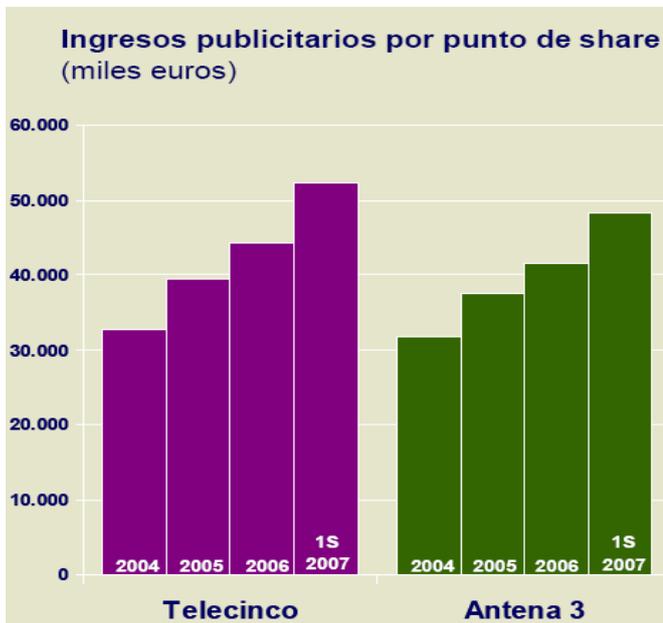
Fuente: cuentas anuales de las televisiones privadas en España, excepto La Sexta a petición propia

5.2.1.1.1. TELEVISIÓN EN ABIERTO

La audiencia de la televisión en abierto se ha fragmentado con la aparición de los nuevos canales analógicos en abierto; pero la fragmentación de audiencias ha sido superior a la fragmentación del mercado publicitario, reforzando incluso la posición

de liderazgo de las cadenas con mayor cuota de pantalla, como ya ha pasado en otros países en los que ya se ha producido esta fragmentación.

Gráfico No 11.



Durante este año 2006, las cadenas privadas en abierto han aumentado sus ingresos publicitarios, a pesar de sufrir una importante caída del share, fruto de la fragmentación. Esta tendencia ya viene manifestándose durante los últimos años, como lo demuestra que los ingresos publicitarios obtenidos por punto de share aumenten año a año.

Gráfico No 12.

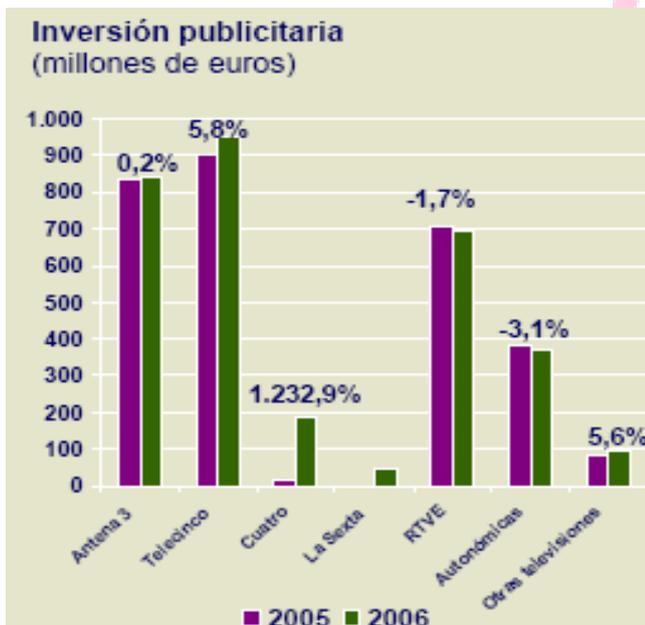
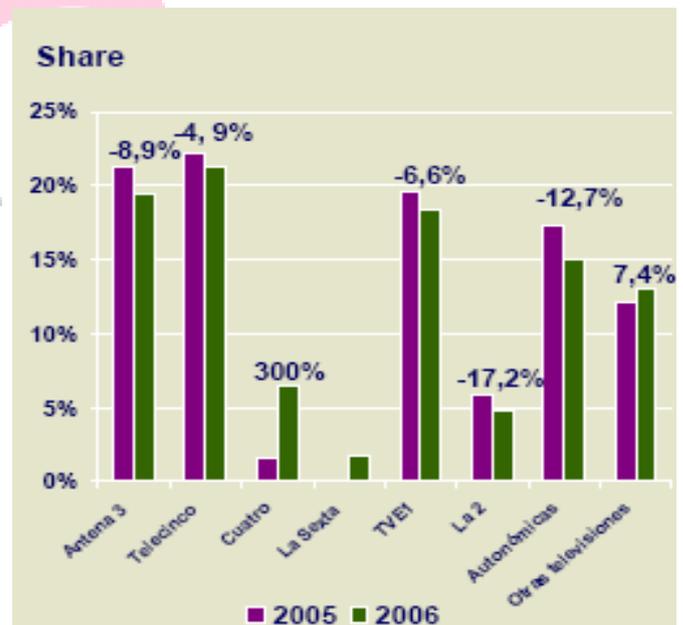


Gráfico No 13.

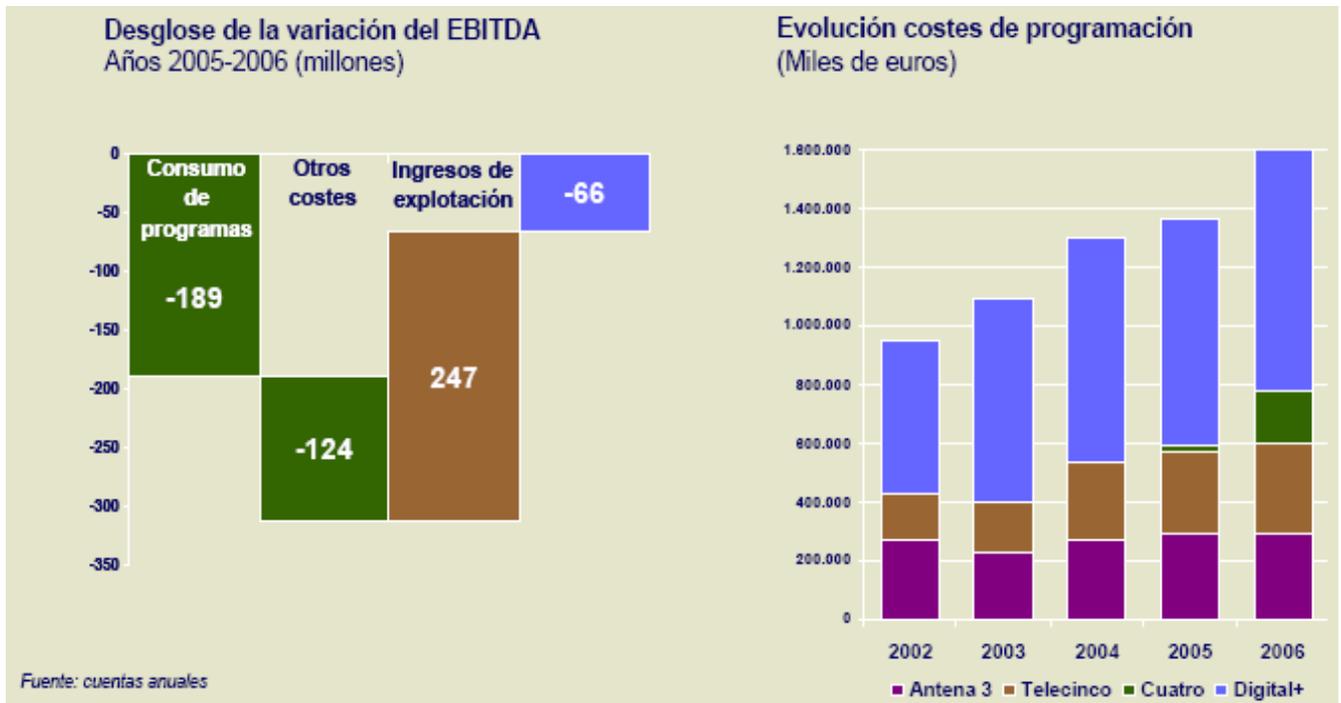


Fuentes: Infoadex, cuentas anuales, TNS Sofres

Sin embargo, el incremento de la competencia también ha supuesto un importante incremento de los costes de programación que no ha podido ser compensado con el incremento global de la facturación de la televisión privada.

La irrupción en el año 2006 de los dos nuevos operadores de televisión analógica en abierto ha supuesto que el subsector de la televisión en abierto haya experimentado un importante incremento de los gastos por este concepto, un 32% sin incluir los datos de La Sexta.

Gráfico No 14.



5.2.1.1.2. TELEVISIÓN DE PAGO

La televisión de pago, por su parte, frenó su crecimiento en el ejercicio 2006, aunque algunos de los indicadores claves del negocio han mostrado una evolución positiva en los últimos trimestres, lo que augura una mejora de la rentabilidad para el conjunto del ejercicio 2007.²⁰

5.3. AÑO 2007

21 II INFORME ECONÓMICO DE LA TELEVISIÓN PÚBLICA EN ESPAÑA 2008-DELOITTE.

En el año 2007 la Televisión Pública en España ha alcanzado un coste anual bruto por hogar de 170 euros, ya que, a pesar del profundo proceso de reestructuración llevado a cabo en la Corporación Radio Televisión Española, las Televisiones Autonómicas han incrementado su coste en más de un 9%.

Este año, marcado sin duda alguna por los efectos del profundo proceso de reestructuración de la Corporación Radio Televisión Española, las televisiones públicas han alcanzado los 1.566 millones de euros de pérdidas (sin incluir subvenciones), lo que supone un coste anual neto por hogar de 102 euros. El coste anual bruto por hogar de la Televisión Pública (es decir, el coste total sin la compensación de los ingresos publicitarios) ha pasado de 199 euros en 2006 a 170 euros, motivado por un descenso del coste de la Televisión Estatal. Sin embargo en el ámbito de la Televisión Autonómica el coste anual bruto por hogar se ha incrementado en un 9%, resultado, en buena parte, de un aumento de casi el 12% de los gastos de programación de las citadas cadenas autonómicas.

La Televisión Estatal ha reducido sustancialmente su coste por hogar en este ejercicio 2007, habiendo pasado de un coste anual bruto por hogar en 2006 de 102 euros a una cifra de 65 euros por hogar y año. El efecto económico de las diversas medidas adoptadas, (asunción de deuda del Ente Público Radiotelevisión Española por parte del Estado el pasado 31 de diciembre de 2006, la consecución del expediente de regulación de empleo puesto en marcha y que ha afectado a un colectivo de más de 4.700 empleados, etc.), explican en buena parte esta evolución.

En relación con los países de nuestro entorno, el coste anual por hogar de la Televisión Pública en nuestro país se sitúa en niveles similares al Reino Unido y sólo es superado por Alemania, único país que tiene un sistema de televisión pública similar al español, y, probablemente, también modelos de vertebración de estados similares.

Este informe se ha elaborado a partir de la información financiera disponible de la Corporación Radio Televisión Española, así como de todas las Televisiones Autonómicas, con la excepción del Ente Público de Televisión de las Islas Baleares, al no haber sido posible obtener dicha información. Por este motivo, los datos aquí reflejados relativos al ejercicio 2006, se han modificado respecto a los presentados en el ejercicio anterior, con el fin de que los datos sean comparables con el año 2007, excluyendo por tanto la información correspondiente a la televisión autonómica balear e incluyendo para 2006 la relativa a las televisiones autonómicas de Murcia y Extremadura, no incluidas en el análisis realizado ahora hace una año. Como resultado de todo lo anterior, el coste anual bruto por hogar medio del ejercicio 2006 de la Televisión Autonómica ha pasado de 116 euros por hogar (según el resultado informado en el estudio realizado el año pasado) a 109 euros según consta en el presente informe.

5.3.1. ANÁLISIS COMPARATIVO CON LA TELEVISIÓN PRIVADA

Mientras que como hemos visto la Televisión Pública pierde más de 945 millones de euros, después de recibir 620 millones en subvenciones de la Administración Pública, la Televisión Privada gana 512 millones de euros después de pagar al Estado más de 210 millones de euros por el Impuesto sobre Sociedades.

Gráfico No 15.

Cuenta de Resultados Televisión Pública vs Televisión Privada.

Comparativo 2007 y 2006

Miles de euros	TELEVISIÓN PRIVADA		TELEVISIÓN ESTATAL		TELEVISIÓN AUTONÓMICA	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Ingresos de publicidad	2.179.296	1.990.950	719.408	720.133	325.187	354.701
Subvenciones			282.838	579.048	337.087	341.649
Otros ingresos de explotación y prestación de servicios	75.047	65.574	69.245	17.965	107.665	91.994
Total Ingresos de Explotación	2.254.343	2.056.524	1.071.491	1.317.146	769.939	788.344
Consumos	830.291	776.208	249.806	517.528	667.809	597.235
Gastos de personal	201.949	214.003	245.879	374.661	427.443	398.048
Dotaciones para amortizaciones	23.173	26.714	55.752	41.036	115.483	121.893
Var. provisiones tráfico y otros gastos de explotación	435.304	414.483	507.228	353.838	312.914	277.023
Total Gastos de Explotación	1.490.717	1.431.408	1.058.665	1.287.063	1.523.649	1.394.199
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	763.626	625.116	12.826	30.083	(753.710)	(605.855)
RESULTADO FINANCIERO	(19.685)	13.213	12.267	(247.552)	(64.829)	(48.415)
Gastos adicionales de los Entes					144.063	144.535
RESULTADO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	743.941	638.329	25.093	(217.469)	(962.602)	(798.805)
RESULTADO EXTRAORDINARIO	(16.874)	111.178	(20.159)	756	21.559	49.464
Resultado de Sociedades Puestas en Equivalencia	3.070	(973)			4.299	98
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	723.997	750.480	4.934	(216.713)	(945.342)	(749.439)
Impuesto de Sociedades	211.955	290.631	5.430		36	80
RESULTADO DEL EJERCICIO	512.042	499.849	(496)	(716.713)	(945.378)	(749.519)
RESULTADO DEL EJERCICIO (sin subvenciones)			(283.334)	(795.761)	(1.282.455)	(1.091.168)
EBITDA	786.799	651.830	68.578	71.119	(638.227)	(483.962)
EBITDA (sin subvenciones)			(214.250)	(507.929)	(975.314)	(825.611)

NA 3

Elaboración a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Telecinco y Sogecable y Cuentas Individuales de A3, Net TV, Veo TV así como Cuentas Anuales de Corporación de Radio y TV Española S.A. y Sociedad Mercantil Estatal TVE, S.A, Grupo Ente Público Radio Televisión de Madrid, Televisión Autónoma de Castilla- La Mancha S.A, Canal Sur TV S.A., Corporación Aragonesa de RTV S.A y Televisión Autónoma de Aragón S.A, Televisión Pública de Canarias S.A., Televisión del Principado de Asturias S.A., Televisión de Galicia S.A., Grupo Corporación Catalana de Mitjans Audiovisuals i Societats Dependents, Televisión Autónoma de Murcia y Empresa Pública de Radio Televisión de la Región de Murcia, Grupo Euskal Irrati Telebista, Ente Público de la Televisión Valenciana S.A. y Televisión Autónoma Valenciana y Sociedad Pública de Televisión Extremeña, S.A., así como los presupuestos generales de cada una de ellas.

Ingresos

Pese al fenómeno de aumento de la competencia en el que la Televisión Privada se encuentra inmersa tras la entrada en el mercado de los canales privados de segunda generación, Cuatro y La Sexta, y la progresiva transición hacia la TDT, los ingresos y márgenes de explotación de la Televisión Privada se han visto incrementados durante el ejercicio 2007 a diferencia de lo ocurrido en la Televisión Pública (Estatal y Autonómica) que ha visto dañadas sus cuentas de resultados con unos menores

Gráfico No 16.



ingresos de explotación derivados no sólo de la reducción de las ayudas económicas a la explotación facilitadas por el Estado, sino también de una reducción en los ingresos derivados de las inserciones publicitarias.

Parece patente así la superior capacidad de la Televisión Privada en la generación de recursos, no sólo de forma absoluta sino también en relación con la audiencia.

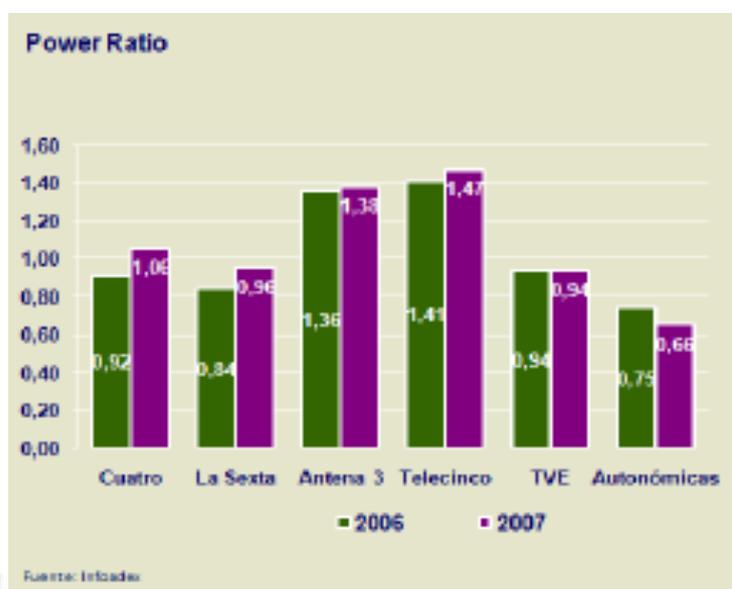
La Televisión Privada, continúa incrementando su audiencia a costa de la Televisión Pública, especialmente de la Televisión Autonómica, aumentando incluso los ingresos publicitarios obtenidos en más de un millón de euros por punto de audiencia.

El incremento en el ingreso por punto de audiencia experimentado por la Televisión Estatal no es reflejo de un incremento en sus ingresos publicitarios, que se reducen

ligeramente con respecto al pasado ejercicio, sino que es consecuencia de la pérdida en los niveles de audiencia con respecto al año 2006.

El comportamiento de la Televisión Autonómica en el ejercicio 2007 es comparativamente más negativo, ya que no sólo ha reducido sus niveles de audiencia, sino también su eficiencia publicitaria durante el citado ejercicio, como lo demuestra la reducción de su nivel de ingresos por punto de share en más de dos millones de euros.

Gráfico No 17.



El "Power Ratio" de la Televisión Privada continúa su tendencia ascendente, alcanzando en todas ellas, a excepción de La Sexta, valores superiores a uno, destacando el dato de Telecinco que, con un ratio de 1,47, demuestra su condición de líder no sólo en audiencia sino también en lo que a ingresos publicitarios se refiere.

Mientras tanto la Televisión Estatal mantiene su "Power Ratio" en los niveles del pasado ejercicio (0,94) sin lograr superar la unidad, y la Televisión Autonómica reduce su cifra en más de un 12% con respecto al ejercicio 2006.

Costes

En lo que a la estructura de costes respecta, la Televisión Pública y la Televisión Privada en Abierto mantienen evoluciones diferentes. Mientras que, como puede apreciarse, en la Televisión Privada la principal partida de gasto, con un 56% del total, la representan los costes de programación, quedando los gastos de personal relegado a un 14% del mismo, en la Televisión Estatal es la partida “Otros Gastos de Explotación” la que concentra un 48% del presupuesto de explotación de la misma, quedando el gasto de personal, tras los recortes de plantilla efectuados, así como los costes de programación, relegados ambos a un 23% cada uno de ellos. La Televisión Autonómica muestra una estructura de costes en la que queda patente el peso tan importante que tienen los costes de personal, unidos a unos costes de

Gráfico No 18.



programación, incluso superiores a los de la Televisión Estatal (los gastos de personal y programación suponen más de un 70% de los costes totales).

Si se ponen en relación los Gastos de Explotación con la audiencia obtenida se comprueba cómo, pese a los recortes de personal efectuados en la Televisión Estatal,

la menor eficiencia de ésta en costes sigue siendo una asignatura pendiente, presentando unos costes por punto de share un 63% superior a los de la Televisión Privada. Por su parte, en el caso de la Televisión Autonómica, este ratio pone de

manifiesto que ésta gasta hasta 3,5 veces más que la Televisión Privada, para conseguir un punto de share.

Gráfico No 19.



De este modo, al igual que ocurre con la evolución de los ingresos de explotación, en lo que a los costes se refiere, la tendencia seguida por la Televisión Privada refleja la constante evolución de los modelos de negocio y de programación en la búsqueda de la eficiencia y aumento de la calidad de servicio gracias a las ventajas competitivas que puedan derivarse de procesos de integración vertical, reducciones de plantilla y minuciosidad en lo que a la selección de inversión en contenidos respecta.

Gráfico No 20.

Gráfico No 21.



21

5.4. AÑO 2008

22 (ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA TELEVISIÓN EN ESPAÑA 2008-DELOITTE)

En 2008, la Televisión Privada superó los 3.600 millones de euros de facturación, aunque supuso un descenso del 5% con respecto al año anterior, descenso superior al de la economía española; el resultado de explotación y el EBITDA disminuyeron aproximadamente un 25% ambas cifras.

GRUPO ANTENA 3

Tabla No 8.

<i>Miles de euros</i>	2008	2007	Variación %
Ingresos por abonados	1.141.140	1.136.322	0,42%
Ingresos publicitarios	1.968.571	2.207.796	-10,84%
Prestación de servicios y otros ingresos	491.657	432.359	13,72%
TOTAL INGRESOS EXPLOTACIÓN	3.601.368	3.776.477	-4,64%
Consumo de programas	1.756.155	1.667.684	5,31%
Gastos de personal	319.768	306.958	4,17%
Amortización técnica	133.306	167.029	-20,19%
Variación de provisiones y otros gastos	685.659	695.659	-1,44%
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	2.894.888	2.837.330	2,03%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	706.480	939.147	-24,77%
Resultado Financiero	(282.937)	(93.653)	-202,11%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	423.543	845.494	-49,91%
Impuesto sobre Sociedades	70.667	246.043	-71,28%
Resultado Socios externos	(21.923)	4.744	-562,12%
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	374.799	594.707	-36,98%
EBITDA	839.786	1.106.176	-24,08%

El deterioro de los resultados de la Televisión en Abierto se debió a un descenso de los ingresos publicitarios en un 10,9% y al incremento de los gastos por “Consumo de programas” en un 12,8%.

La mejoría de los datos de la Televisión de Pago se debió fundamentalmente al descenso de los costes por “Amortización técnica” en un 23,7%.

GRUPO ANTENA 3

Tabla No 9.

Miles de euros	TELEVISION EN ABIERTO			TELEVISION DE PAGO		
	2008	2007	Variación %	2008	2007	Variación %
Ingresos publicitarios	1.942.371	2.179.296	-10,87%	26.200	28.500	-8,07%
Prestación de servicios y otros ingresos	116.657	75.059	55,42%	375.000	357.300	4,95%
Ingresos por abonados				1.141.140	1.136.322	0,42%
TOTAL INGRESOS EXPLOTACIÓN	2.059.028	2.254.355	-8,66%	1.542.340	1.522.122	1,33%
Consumo de programas	936.579	830.684	12,75%	819.576	837.000	-2,08%
Gastos de personal	211.440	201.858	4,75%	108.328	105.100	3,07%
Amortización técnica	23.339	23.029	1,35%	109.967	144.000	-23,63%
Variación de provisiones y otros gastos	419.087	435.759	-3,83%	266.572	259.900	2,57%
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	1.590.445	1.491.330	6,65%	1.304.443	1.346.000	-3,09%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	468.583	763.025	-38,59%	237.897	176.122	35,08%
EBITDA	491.922	786.054	-37%	347.864	320.122	9%

El deterioro de los ingresos publicitarios en 2008 en la Televisión Privada es inferior al de la Televisión Pública y al de otros medios tradicionales como la prensa y revistas.

Gráfico No 22.



Tabla No 10.

	Var 06-07	Var 07-08
Prensa	6%	-21%
Revistas	5%	-14%
TV Privada	13%	-10%
TV Pública	1%	-15%
Radio	7%	-5%

En 2008, se ha acentuado la fragmentación de la audiencia de la Televisión en Abierto. Sin embargo, aquellas cadenas que lideran la cuota de pantalla han incrementado su cuota publicitaria a pesar de su pérdida de share. En 2009, se ha seguido acentuando la caída de los ingresos publicitarios.

En 2009 y en 2008 los resultados del conjunto del sector de la Televisión Privada en Abierto presentan una evolución negativa, si bien las compañías cotizadas del subsector mantienen un desempeño agregado positivo tanto en resultado de explotación como en generación de caja en este 2009.

Gráfico No 23.

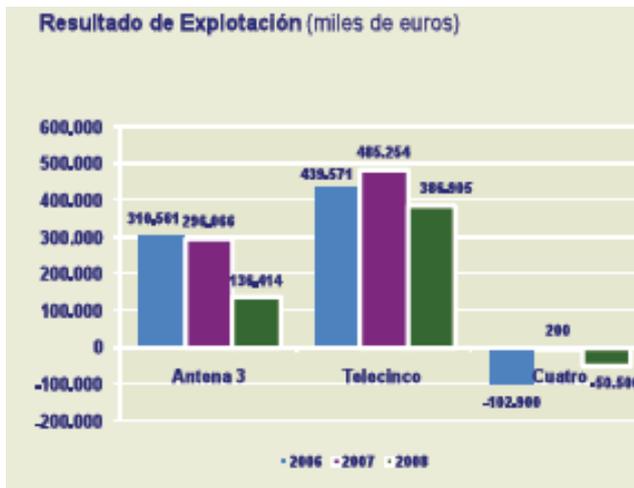


Gráfico No 24.



GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 25.

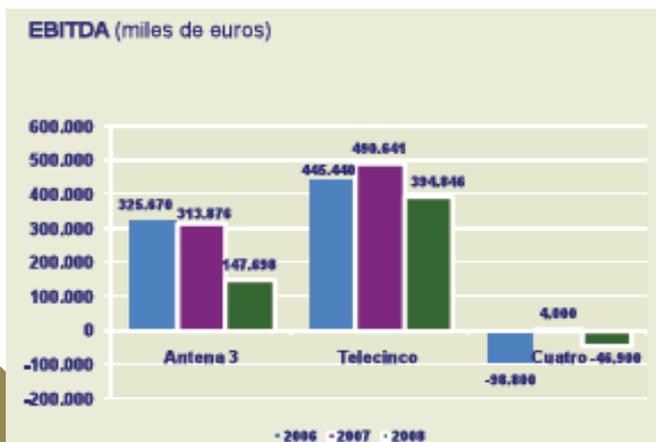
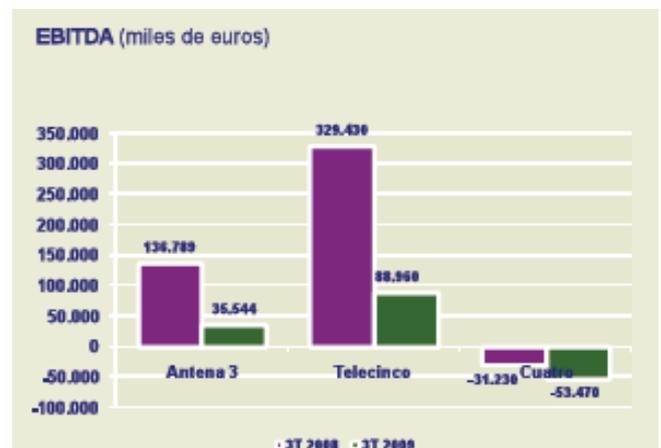


Gráfico No 26.



Análisis Comparativo

En 2008, la Televisión Pública en España arrojó unas pérdidas totales de 572 millones de euros y un EBITDA negativo de 362 millones de euros. Si descontamos las subvenciones percibidas, las pérdidas habrían ascendido a 1.618 millones de euros y el EBITDA negativo a 1.408 millones de euros.

Tabla No 11.

Miles de euros	PÚBLICAS		ESTATAL		AUTONÓMICA	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007
Ingresos de publicidad	879.415	1.026.895	601.459	719.408	277.956	307.487
Subvenciones	1.046.056	608.581	347.289	271.494	698.767	337.087
Otros ingresos de explotación y prestación de servicios	117.138	124.380	33.036	22.934	84.102	101.446
Total Ingresos de Explotación	2.042.609	1.759.856	981.784	1.013.836	1.060.825	746.020
Consumos	1.061.515	972.655	415.284	357.722	646.231	614.933
Gastos de personal	630.078	586.574	213.460	188.585	416.618	397.989
Dotaciones para amortizaciones	145.138	134.799	23.624	22.104	121.514	112.695
Var. provisiones tráfico y otros gastos de explotación	712.768	718.558	395.636	428.461	317.132	290.097
Total Gastos de Explotación	2.549.499	2.412.586	1.048.004	996.872	1.501.495	1.415.714
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-506.890	-652.730	-66.220	16.964	-440.670	-669.694
RESULTADO DEL EJERCICIO	-572.302	-773.309	-63.052	13.405	-509.250	-786.714
RESULTADO DEL EJERCICIO (sin subvenciones)	-1.618.358	-1.381.890	-410.341	-258.089	-1.208.017	-1.123.801
EBITDA	-361.752	-517.931	-42.596	39.068	-319.156	-556.999
EBITDA (sin subvenciones)	-1.407.808	-1.126.512	-389.885	-232.426	-1.017.923	-894.086

El aumento de las subvenciones concedidas a las Televisiones Públicas Autonómicas ha permitido mejorar el resultado conjunto de la Televisión Pública.

El comportamiento tan diferente de la Televisión Pública y de la Televisión Privada tiene su explicación en dos hechos concretos: en primer lugar el menor atractivo publicitario de la Televisión Pública, lo que se refleja en un “Power Ratio” sensiblemente inferior y un menor ingreso por punto de audiencia.

Gráfico No 27.

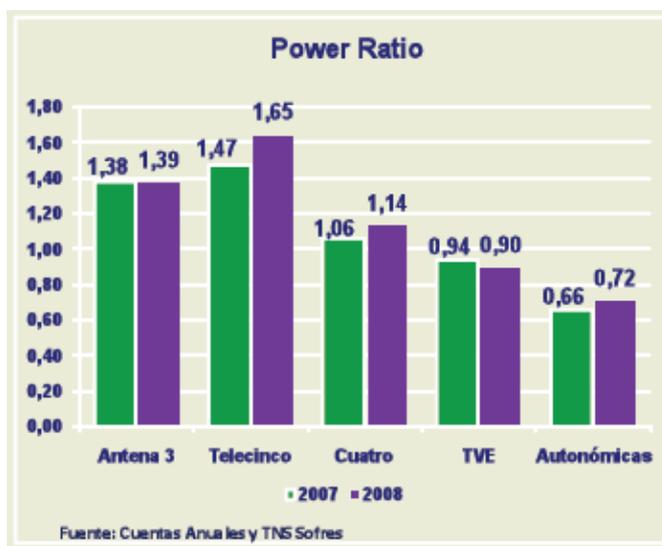
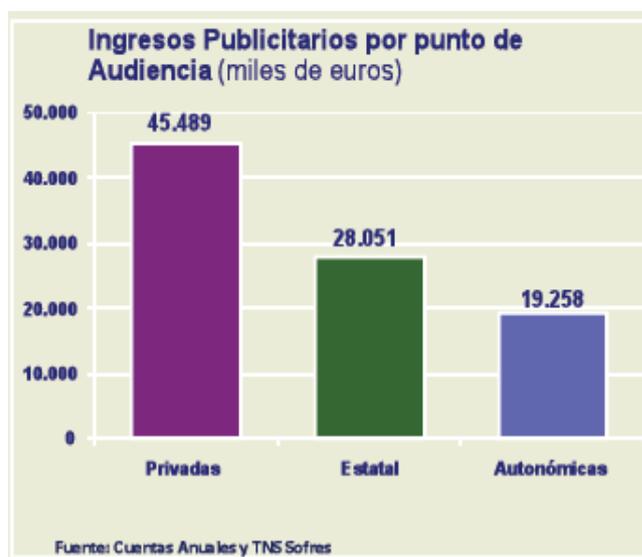


Gráfico No 28.



En segundo lugar, por la gran diferencia en costes que existe entre la Televisión Privada y la Televisión Pública, siendo los Gastos de explotación por punto de audiencia hasta 3 veces superior en el caso de la Televisión Pública Autonómica con respecto al de la Televisión Privada.

Gráfico No 29.

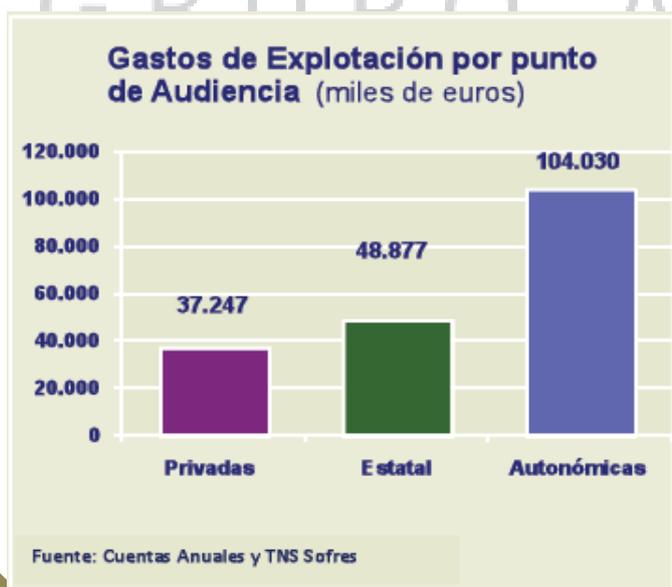
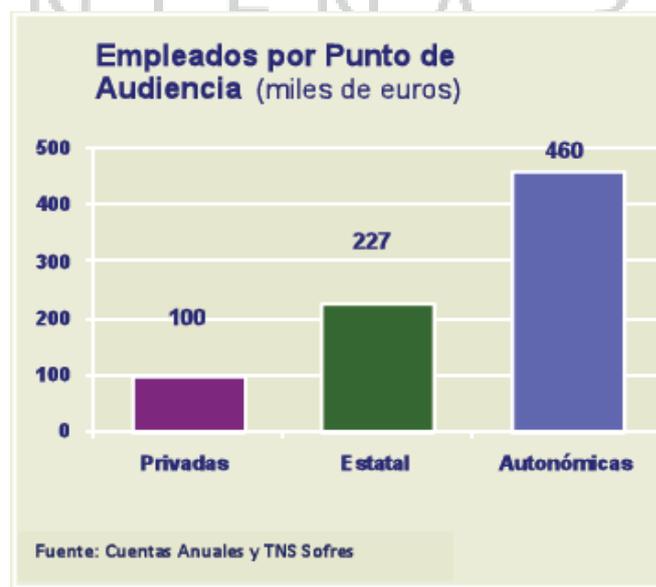


Gráfico No 30.



5.5. AÑO 2009

23 SÁNCHEZ-TABERNEO, ALFONSO. 2009. LA TELEVISIÓN EN ESPAÑA. UNIVERSIDAD DE NAVARRA.

5.5.1. CONSUMO MEDIO DE TELEVISIÓN EN ESPAÑA

El progresivo aumento del consumo de minutos diarios por persona para el año 2009, se sitúa en 227; es decir, casi 4 horas por persona. Esto indica un aumento en comparación con los años precedentes. Es una situación favorable para el sector audiovisual, sobre todo para la televisión privada que puede seguir vendiendo publicidad a la audiencia, e incluso prever aumentos significativos en sus cifra de negocios para años posteriores.

Gráfico No 31.

Consumo Medio De Televisión En España



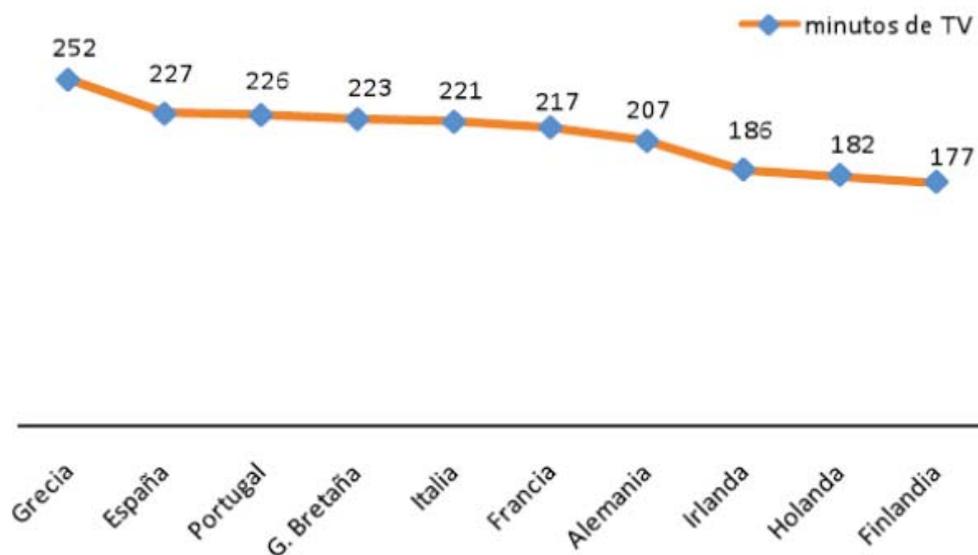
Fuente: -Sanchez Taberneo, Alfonso. 2009. LA TELEVISIÓN EN ESPAÑA INFORME 2009

5.5.2. CONSUMO MEDIO DE LA TELEVISIÓN EN OTROS PAISES EUROPEOS.

España ocupa el segundo lugar en consumo diario por persona (227 minutos diarios por persona), detrás de Grecia con 252 minutos. Le sigue Portugal, en tercer lugar con 227 minutos por persona diariamente. Los tres países que encabezan esta lista, han sido los tres países más afectados en la crisis económica, entre 2008 y 2010. Esto puede obedecer a dos hechos principales: el primero tendría que ver con la

cantidad de personas que han perdido sus empleos durante este tiempo y que han visto “refugio” y pasatiempo en la televisión, es decir el síntoma de la desocupación. El segundo hecho, en mi opinión podría estar relacionado con la sobreoferta de cadenas televisivas, que pueden llegar a tener estos países, al menos en el caso de España. Adicionalmente la disminución en las pautas publicitarias para la televisión pública quizá ha motivado el incremento del consumo diario por persona.

Gráfico No 32.

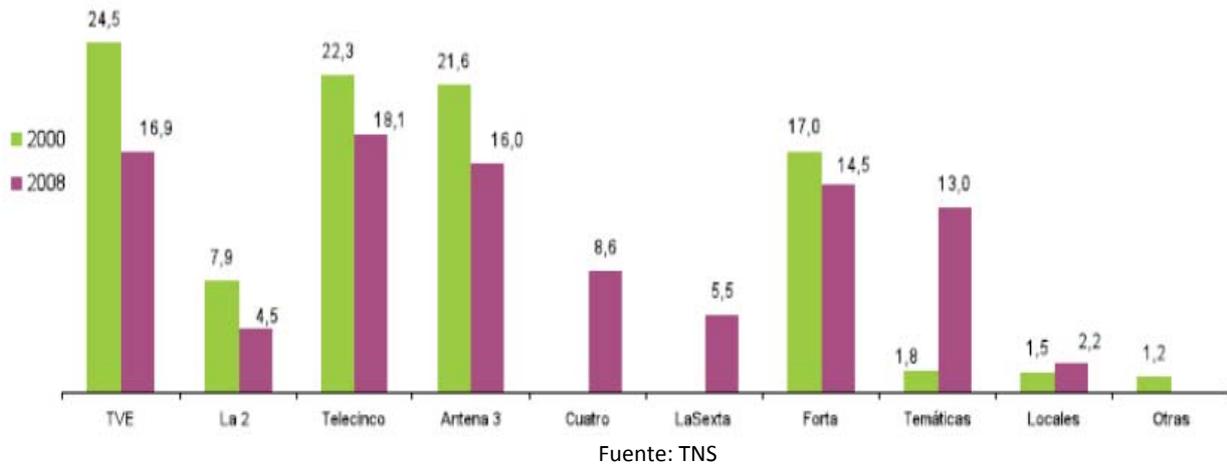


Fuente: Carat expert.

5.5.3. EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE AUDIENCIA POR CADENAS (%)

Debido a la fragmentación del sector, la aparición de nuevas cadenas televisivas, se observa una disminución en la cuota del mercado en todas las empresas del sector de la televisión. En el gráfico comparativo el GRUPO ANTENA 3 sufre una caída en la cuota de audiencia de 5 puntos, pasando del 21,6% al 16%.

Gráfico No 33.



El gráfico inferior muestra la participación por grupo televisivo en abierto a mayo del año 2009 en el cuál el GRUPO ANTENA 3 obtiene la segunda cuota de pantalla con el 16,7%. En primer lugar sigue ubicado el GRUPO CRTVE con el 22,5%. Telecinco ocupa el tercer lugar con el 15,7%. Es notable el incremento en las cuotas del GRUPO LA SEXTA con 7,5% y del GRUPO SOGECABLE con 9,1%, respecto del año 2008.

Tabla No 12.



Fuente: media.vertele.com

5.6. AÑO 2010

24 Fernández Galiano. UTECA. Fecha de Consulta: 29/08/2010

On line <[HTTP://WWW.UTECA.COM/UTECA_CONTENTIDOS/DOCUMENTOS/05_UTECA_A_FDEZ_GALIANO.PDF](http://WWW.UTECA.COM/UTECA_CONTENTIDOS/DOCUMENTOS/05_UTECA_A_FDEZ_GALIANO.PDF)>

Tras un largo camino y con una cuota de pantalla equivalente a la de la TV “analógica”, hoy la “TDT” es una realidad.

Los 6 operadores privados de TV nacional disfrutarán de la misma penetración. Además, todos dispondrán de una mayor oferta de canales, produciéndose un cambio radical en el contexto audiovisual.

Se adapta el marco regulatorio al nuevo escenario. Los operadores podrán afrontar la fragmentación con cambios legislativos que faciliten la concentración y permitan el desarrollo de nuevos negocios como la TV de pago o la alta definición.

Y todo bajo un entorno sin precedentes, marcado por una gran crisis económica y una gran crisis de medios motivada por el cambio tecnológico. Esperaremos varios años hasta recuperar los niveles de inversión publicitaria de 2007, y cuando llegué el momento observaremos que su reparto entre los distintos medios habrá cambiado notablemente.

5.6.1. LA FRAGMENTACIÓN DE LA AUDIENCIA SIGUE SU CURSO

Esquema No 5.

Cuotas de Audiencia

	9M 08	9M 09	Dif	
 tve1	16,7	16,4	-0,3	Las televisiones generalistas tradicionales continúan perdiendo fuerza...
 ANTENA 3	16,0	15,1	-0,9	
 5	18,4	15,0	-3,4	
 La Siete	14,1	13,5	-0,6	... las nuevas generalistas parecen estar alcanzando su cuota natural...
 cuatro	8,8	8,4	-0,4	
 La Sexta	5,3	6,9	+1,6	... las nuevas temáticas continúan creciendo...
 tve2	4,7	3,9	-0,8	
Temáticas (TDT y pago)	12,7	17,2	+4,5	... conforme crece la penetración de la TDT...
Otras (.e.g locales)	3,3	3,6	+0,3	
TDT (share 08 vs Oct 09)	21,9	47,0	+24,2	... mientras la TV de pago se estanca
Penetración TV Pago (2T08 vs 2T09)	25,1	24,3	-0,8	

Fuente: Sofres 24h total individuos Ene-Sep 2009, CMT 2T09

- Como en mercados donde la penetración del cable es muy alta (es decir, donde la mayoría de la población tiene acceso a múltiples canales) es de esperar una mayor fragmentación de la audiencia.
- Se prevé que continúe la tendencia de fragmentación: De tres grandes operadores generalistas (Antena 3, TVE y Tele 5) que dominan más de la mitad de la audiencia, a un panorama en el que la televisión pública tendrá que evolucionar a un modelo distinto y en el que ya hoy emergen nuevos actores relevantes (Cuatro y La Sexta).
- La fragmentación de la oferta obligará a diversificar los contenidos mediante apuestas de calidad diferenciadas y contenidos especializados, produciéndose

por un lado un mayor valor del contenido *premium*, y por otro un mayor valor del contenido especializado.

Esquema No 6.

<u>Analógico Canales</u>	<u>TDT Actual Canales</u>	<u>TDT Post-apagón Canales</u>
2 Nacional Públicos 4 Nacional Privados Nacional*: 6	5 Nacional Públicos 15 Nacional Privados Nacional* : 20	4 Nacional Públicos (1 HD) 24 Nacional Privados Nacional : 28
1-2 Regionales** Nacional + Regional: 5-6	2-3 Regionales** Nacional + Regional: 22-23	4-8 Regionales** Nacional + Regional : 32-36
4 Locales** Oferta Total: 11-12	4-8 Locales** Oferta Total : 26-31	4-8 Locales** Oferta Total : 36-44

* Los analógicos nacionales y regionales se emiten en TDT en *simulcast*

** El Nº de canales varía en función de la Comunidad Autónoma y Ayuntamiento

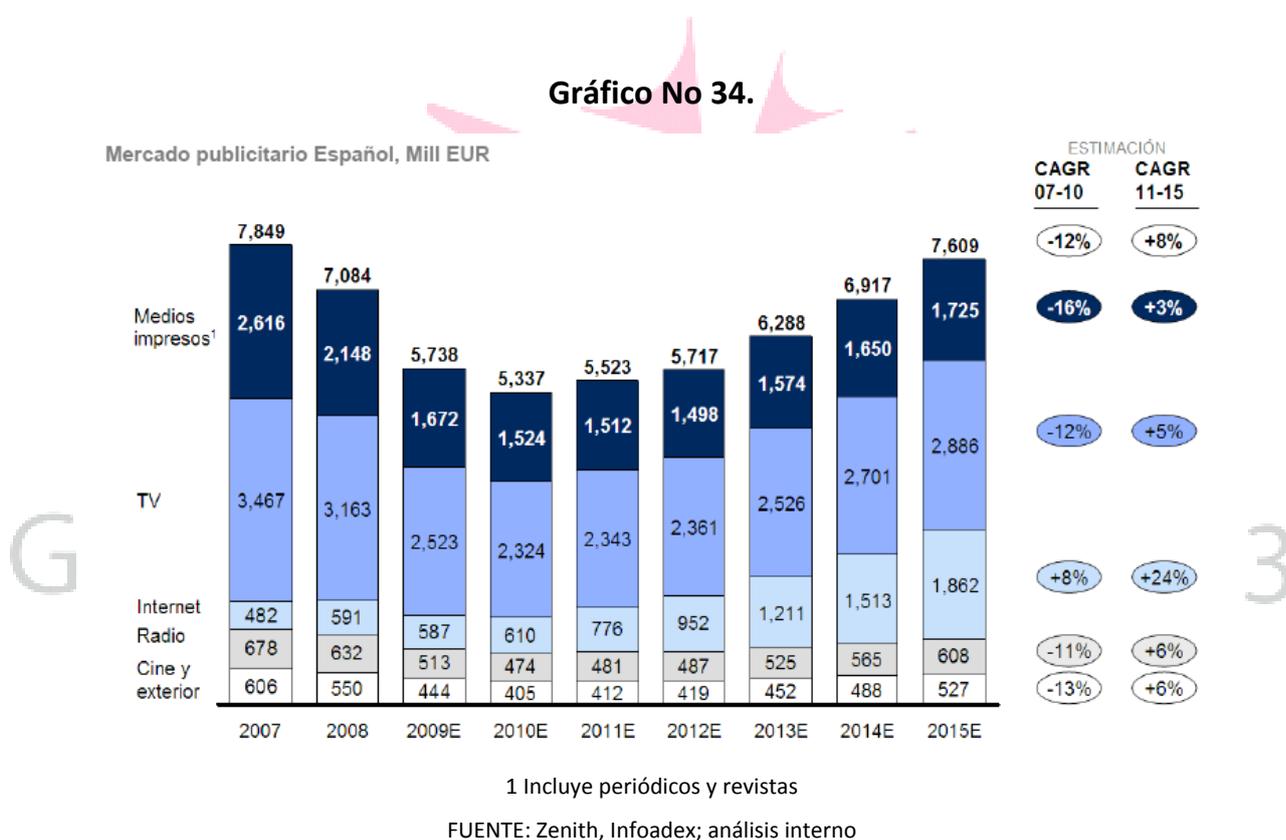
5.6.2. CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR

- Los cambios regulatorios en materia audiovisual en el mercado español abren las puertas de un escenario completamente distinto y de consolidación.
- La multiplicación de canales y de operadores de TV (seis privados a nivel nacional con posibilidad de ofrecer 30 canales) con necesidad de ofrecer contenido de pago y de alta definición propicia un movimiento de consolidación que ya ha comenzado a dar sus primeros pasos.
- Por otro lado, el cambio en el modelo de negocio en el mercado televisivo español también aconseja, por razones técnicas, la unión de operadores.

- En el nuevo modelo, la alta definición y el pago constituirán elementos fundamentales del sistema por lo que parece idóneo contar con dos multiplexores. En casos muy significativos los dos nuevos elementos irán de la mano, como sin duda sucederá con las retransmisiones deportivas, en especial el fútbol.

5.6.3. EVOLUCIÓN ESPERADA DE LA PUBLICIDAD

A partir del estudio realizado por Infoadex, se prevé que internet continúe ganando peso, erosionando la cuota de los medios más tradicionales.



Se espera una evolución favorable para la publicidad por televisión entre 2011 y 2015. De esta manera existe confianza para la recuperación en el mercado publicitario por televisión que había venido en decremento entre 2007 y 2009. En términos generales las cifras esperadas para la publicidad son favorables. Esta

proyección beneficiaría al GRUPO ANTENA 3, que tiene empresas en cada uno de los medios que emiten publicidad. ²⁴

5.7. PRINCIPALES FACTORES DE INFLUENCIA

Dentro de las herramientas desarrolladas en la planificación estratégica para el análisis del macro-entorno, se encuentra el análisis PEST. Este análisis clasifica los factores del macro-entorno y permite la interrelación existente entre ellos. Dentro de los factores que se valoran, se encuentran los políticos, económicos, sociales y tecnológicos. De esta manera, PEST es el acrónimo que representa los factores de estudio del macro-entorno. El análisis PEST se enfoca en las fuerzas externas que afectan la empresa ayudando a evaluar el potencial y la situación de un mercado, y teóricamente podría indicar si está en crecimiento o en declive, además si es conveniente acceder a él.

A continuación se resume el enfoque que debe tener la evaluación de cada uno de los factores que componen el análisis PEST:

Factores Político - legales: Legislación antimonopolio, Leyes de protección del medioambiente, Políticas impositivas, Regulación del comercio exterior, Regulación sobre el empleo, Promoción de la actividad empresarial, Estabilidad gubernamental.

Factores Económicos: Ciclo económico, Evolución del PNB, Tipos de interés, Oferta monetaria, Evolución de los precios, Tasa de desempleo, Ingreso disponible, Disponibilidad y distribución de los recursos, Nivel de desarrollo.

Socio-culturales: Evolución demográfica, Distribución de la renta, Movilidad social, Cambios en el estilo de vida, Actitud consumista, Nivel educativo, Patrones culturales.

Factores Tecnológicos: Gasto público en investigación, Preocupación gubernamental y de industria por la tecnología, Grado de obsolescencia, Madurez de las tecnologías convencionales, Desarrollo de nuevos productos, Velocidad de transmisión de la tecnología.

5.7.1. FACTORES POLÍTICO- LEGALES

Cuando se evalúan los factores políticos, se debe tener en cuenta el impacto probable de todo cambio político o legislativo que pueda afectar el sector y particularmente la empresa.

5.7.1.1. Cambios en la Normativa Actual del Sector

El Consejo de Ministros aprobó en octubre de 2009 la ley de liberalización del sector de la televisión privada que persigue garantizar la transparencia y el pluralismo. El decreto ley aprobado permite que una misma persona o entidad pueda tener participaciones en varias cadenas siempre y cuando las audiencias del conjunto de televisiones que controle no supere el 27%, para posibilitar la existencia – como mínimo- de tres operadores privados. Adicionalmente, en marzo de 2010, se aprobó la ley 7 “Ley general de la comunicación audiovisual”. Todas las medidas buscan facilitar instrumentos para garantizar la viabilidad y eliminar las barreras en el mercado audiovisual español. Aunque mucho se ha hablado de la mencionada ley, las empresas la han recibido positivamente, a tal punto que hoy ya se encuentra activa la fusión de GRUPO TELECINCO y la cadena CUATRO. Y durante casi dos años se han llevado a cabo las negociaciones entre el GRUPO ANTENA 3 y el GRUPO LA SEXTA; fusión que al parecer se dará a partir del otoño del 2011.

El secretario general de la Unión de Televisiones Comerciales Asociadas (Uteca), Jorge del Corral, se pronunció en su momento y acotó que era una medida positiva en pro del fortalecimiento financiero de las empresas de la televisión y una gran

oportunidad para mejorar la competencia entre las televisiones privadas en España. La supresión total de la publicidad en las televisiones públicas ha aumentado los ingresos por este concepto en las cadenas privadas, durante los ejercicios 2010 y lo corrido del año 2011.

Cabe destacar que decretos ley de este tipo se implementaron con éxito en Italia y Alemania.

5.7.1.2. Normativa Medio Ambiental

La normativa que afecta directamente el medio ambiente, ha sido extraída del artículo 18 de la ley 7 de 2010. “Ley general de la comunicación audiovisual”.

Dentro de la normativa dispuesta, se encuentran entre otras, las siguientes prohibiciones:

“Está prohibida la comunicación comercial que fomente comportamientos nocivos para el medio ambiente”.

“Está prohibida la comunicación comercial que fomente comportamientos nocivos para la seguridad de las personas.”

“Está prohibida toda comunicación comercial que vulnere la dignidad humana o fomente la discriminación por razón de sexo, raza u origen étnico, nacionalidad, religión o creencia, discapacidad, edad u orientación sexual. Igualmente está prohibida toda publicidad que utilice la imagen de la mujer con carácter vejatorio o discriminatorio.”

“Está prohibida la emisión de comunicaciones comerciales encubiertas, que utilicen técnicas subliminales, que fomenten comportamientos nocivos para la salud en los términos establecidos en el apartado 3 del artículo 18, que fomenten

comportamientos nocivos para el medio ambiente o para la seguridad de las personas, o que sean de naturaleza política, salvo los casos de excepción legal, o que incurran en las prohibiciones establecidas en la normativa de publicidad”.

Aunque las tres primeras prohibiciones son fácilmente controlables, la última que habla de “técnicas subliminales” es de identificación y control subjetivo. A pesar de ello no se valora riesgo alto en este componente para el GRUPO.

5.7.1.3. Normativa Fiscal

Dentro del paquete de medidas incluidas en la ley audiovisual (ley 7 de 2010), para el fomento y recuperación del sector se encuentra las siguientes derogaciones:

- La disposición adicional cuadragésima cuarta de la Ley 66 de 1997, referente al Régimen jurídico de la radiodifusión sonora digital terrenal y de la televisión digital terrenal.
- La disposición adicional cuadragésima cuarta de la Ley 50 de 1998, referente a las Empresas operadoras de televisión por cable.
- La disposición adicional trigésima de la ley 62 de 2003, referente a las obligaciones de programación y limitaciones a la emisión en cadena de los servicios de televisión.

Este tipo de medidas busca la recuperación financiera de las empresas del sector de la televisión, por lo cual se espera que el efecto en el macro-entorno de la compañía sea favorable.

5.7.2. FACTORES ECONÓMICOS

Las decisiones de política pública tienen implicaciones económicas. Las empresas se ven afectadas directamente por factores de orden nacional e internacional. Los factores económicos afectan el poder de compra de los clientes potenciales y el costo de capital de las empresas. Variables como los tipos de interés, tipos de cambio, pueden provocar grandes cambios en las alternativas de decisión del grupo y son muy relevantes para determinación su evolución.

5.7.2.1. Tipos de Interés

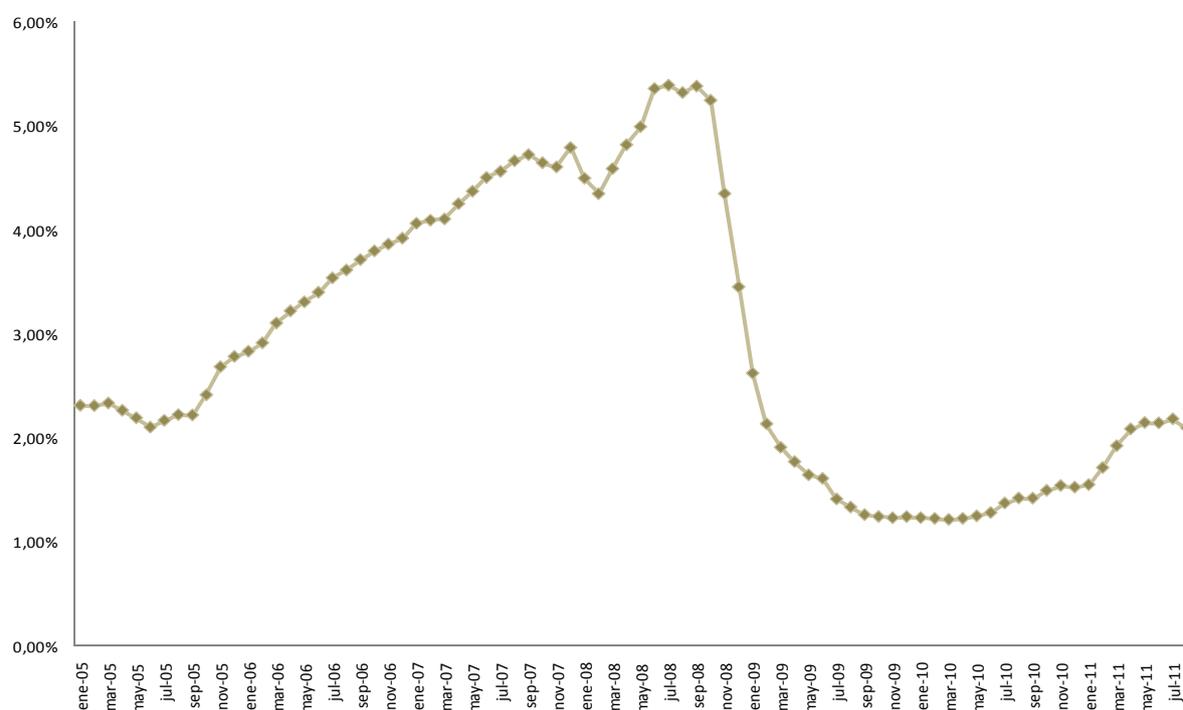
Las posibilidades de inversión de una empresa dependen de los tipos de interés de mercado. Por ejemplo una caída en los tipos de interés supone un menor coste de financiación si la empresa decide endeudarse y una menor rentabilidad si la empresa decide invertir sus excedentes. Por el contrario un aumento de los tipos de interés son una amenaza si la empresa decidiera endeudarse y una mayor rentabilidad si decidiera invertir sus excedentes.

GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 35.

Elaboración propia
Datos Fuente: evolucióneuribor.es

EVOLUCIÓN DEL EURIBOR 2005-2011

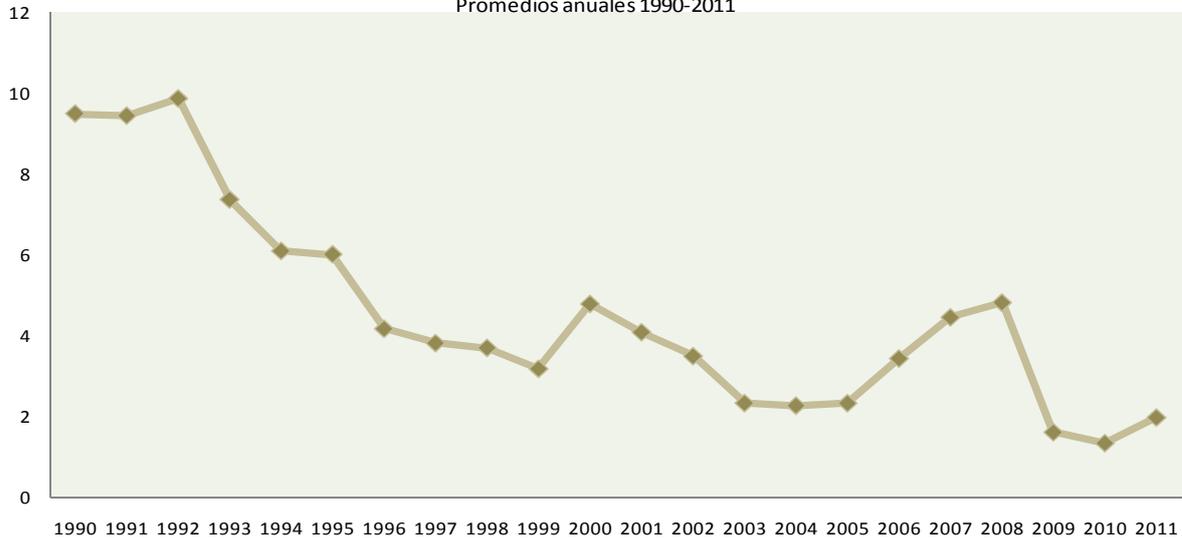


Se observa una tendencia a la estabilidad en los tipos del Euribor del último año (2010). El Euribor durante este tiempo estuvo en los niveles más bajos de los últimos cinco años como consecuencia de las medidas adoptadas para superar la crisis económica. En este caso, EL GRUPO se podría endeudar obteniendo un coste más bajo, lo que se identificaría como una oportunidad, a pesar del aumento no significativo del Euribor durante el año 2011.

Gráfico No 36.

Evolución del EURIBOR a 1 AÑO

Fuente: Boletín Mensual de Estadística. INE
Promedios anuales 1990-2011

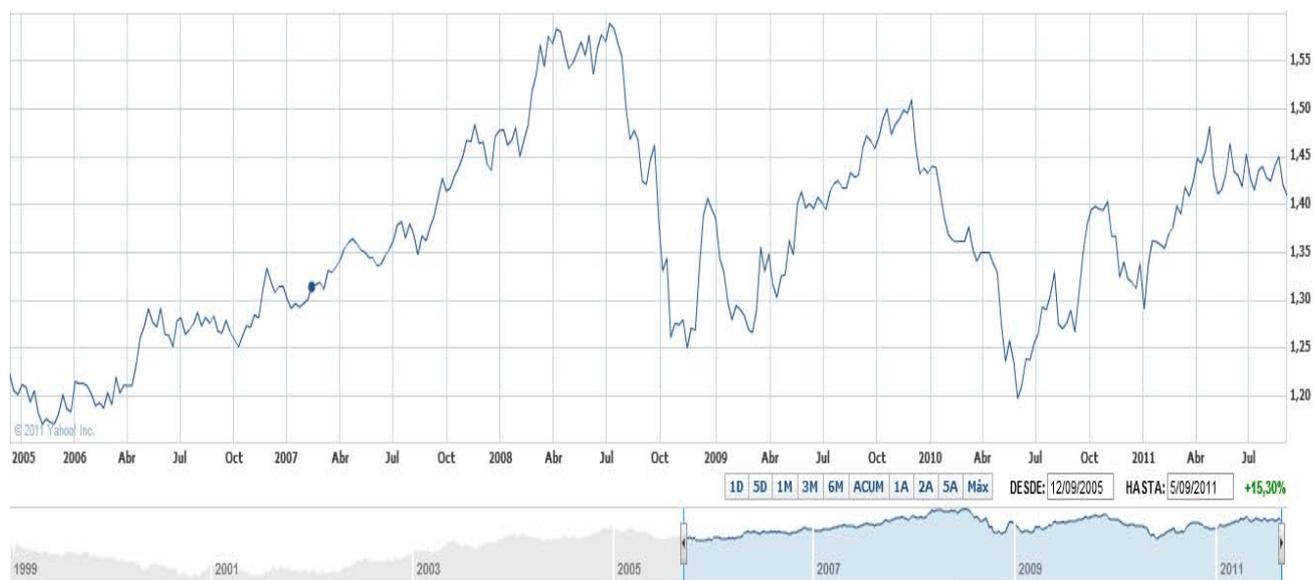


El gráfico superior representa la evolución del Euribor a 1 año desde año 1990 al año 2010. En los 20 años se observa una tendencia a la baja. Cabe resaltar que el promedio de los 21 años se sitúa en un 4,55%.

5.7.2.2. Tipos de cambio

A pesar de la evolución desfavorable del tipo de cambio euro/dólar que perjudicaría principalmente a los exportadores, en este caso se supone un riesgo para el GRUPO ANTENA 3, como consecuencia de las películas que se proyectan en Sudamérica.

Gráfico No 37.
Evolución Tipo De Cambio Euro/Dólar
2005 a 2011



Fuente: Finance.Yahoo.es

Existen oportunidades de inversión en la zona euro dado que usan la misma moneda lo cual supone un riesgo de transacción cero. Sin embargo en exportaciones “cinematográficas” y otros servicios de “exportación” del GRUPO ANTENA 3 debe evaluarse la situación, si se llega a presentar, pues el tipo de cambio actual es muy bajo.

5.7.2.3. La inflación

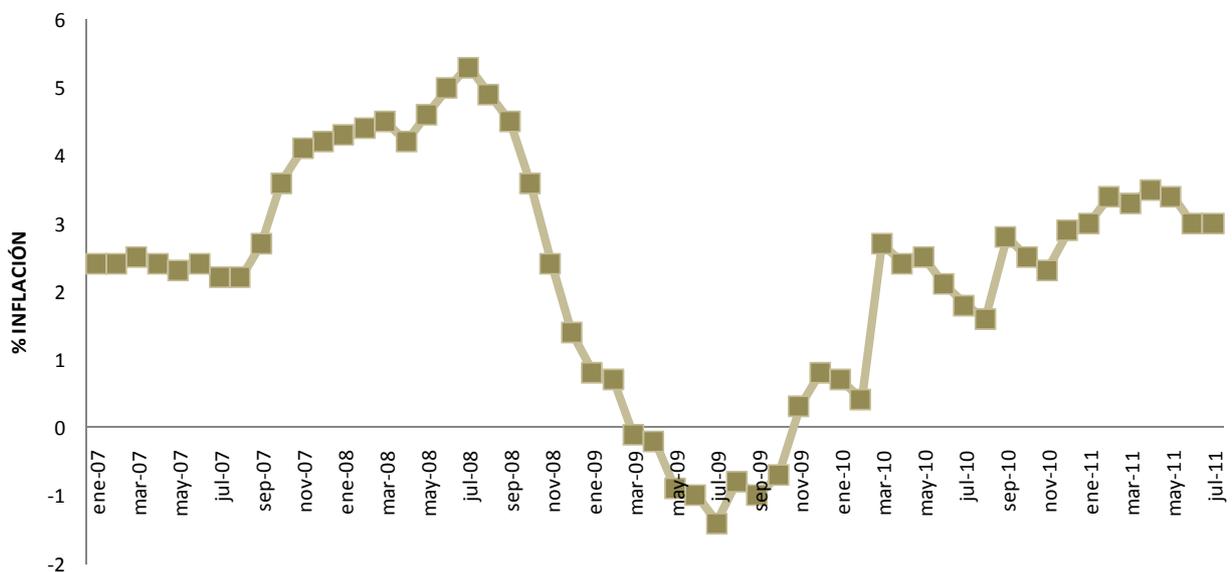
El estudio de esta variable es fundamental para determinar con mayor objetividad las ventas y los costes del GRUPO. La inflación en España ha bajado continuamente motivada por la crisis económica desde julio de 2008 hasta diciembre de 2009. Durante lo corrido del año 2010 la inflación a pasado de ser negativa a ser positiva. Esto supone un aumento en el precio de los productos, lo que sumado a la tasa actual de desempleo, repercutiría negativamente en los negocios del GRUPO. Sin embargo en el largo plazo y si se mantiene la tendencia de la inflación, si hubiese

recuperación en las cifras de desempleo, habrá un mayor poder adquisitivo que permitirá acceder a los productos al precio al que estén valuados, caso en el cual habrán mejores oportunidades para el GRUPO ANTENA 3, pues concretamente los anunciadores pautarán más a la vez tendrá más consumidores finales de sus productos.

Gráfico No 38.

Elaboración propia
 Datos Fuente: INE.ES

**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA
 2007-2011**



GRUPO ANTENA 3

5.7.2.4. Tasa de desempleo

Si bien es cierto que el desempleo ha hecho que los parados dediquen más tiempo frente al televisor, eso no asegura un aumento en la cuota de pantalla por la fragmentación del mercado. Sin embargo los altos índices de desempleo han provocado un descenso en las ventas provenientes de la publicidad, es decir que los anunciantes pautan menos pues no hay poder adquisitivo por los altos niveles de desempleo. La confluencia entre las cifras de desempleo y otros factores relacionados con la crisis económica han originado la disminución en las ventas del GRUPO ANTENA 3 hasta el año 2009; pues en 2010 como se mencionó

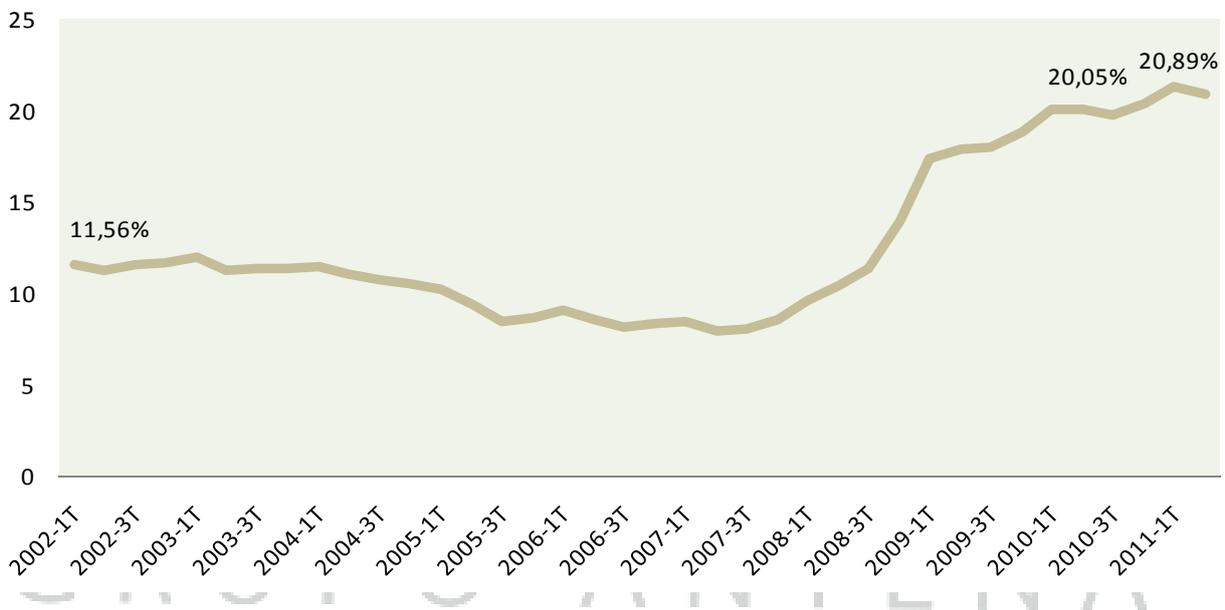
anteriormente, los ingresos publicitarios aumentaron por la supresión de las pautas en la televisión pública.

De este modo marcamos los incrementos en la tasa de desempleo como otra amenaza para el GRUPO, al menos durante el 2010 y 2011.

Gráfico No 39.

Elaboración propia
Datos Fuente: INE.ES

Evolución del desempleo en España 2002- 2011 Expresado en porcentaje (%)



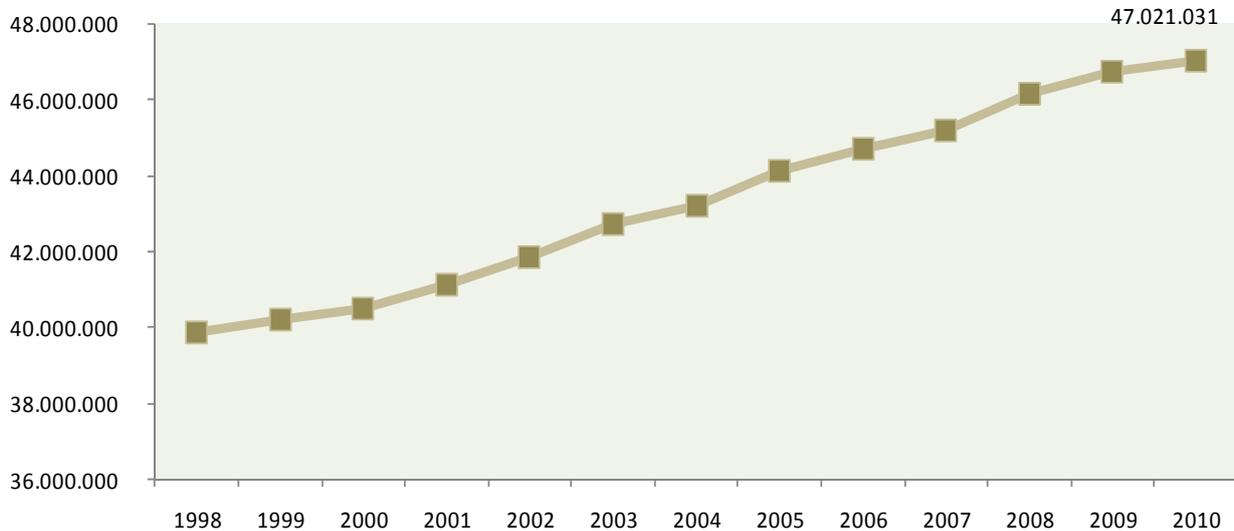
5.7.3. FACTORES SOCIO-CULTURALES

En este factor se estudian aspectos que afectan las actitudes, intereses y opiniones de la gente. La demografía y la tendencia de consumo son dos piezas fundamentales que pueden llegar a afectar una empresa.

Gráfico No 40.

Elaboración propia
Datos Fuente: INE.ES

EVOLUCIÓN DE LA POBLACION EN ESPAÑA 1998-2010



Se observa el constante incremento de la población año tras año. Se prevé que después del año 2030 los aumentos constantes en la población cesen, de tal manera que se espera a partir de ese año disminuciones en la población total de España.

Este constante incremento de la población es importante porque trae consigo potenciales consumidores. Este hecho afectaría positivamente la cuota de pantalla del GRUPO ANTENA 3 y de igual manera se identifican como potenciales consumidores de los productos pautados en las empresas del GRUPO.

5.7.3.1. Actitud de los consumidores

LA IMPORTANCIA SOCIO-ECONÓMICA DEL MEDIO TELEVISIVO EN ESPAÑA.

25 Sosa Cabrera, Silvia. 2003. TESIS DOCTORAL LA GÉNESIS Y EL DESARROLLO DEL CAMBIO ESTRATÉGICO: UN ENFOQUE DINÁMICO BASADO EN EL MOMENTUM ORGANIZATIVO.

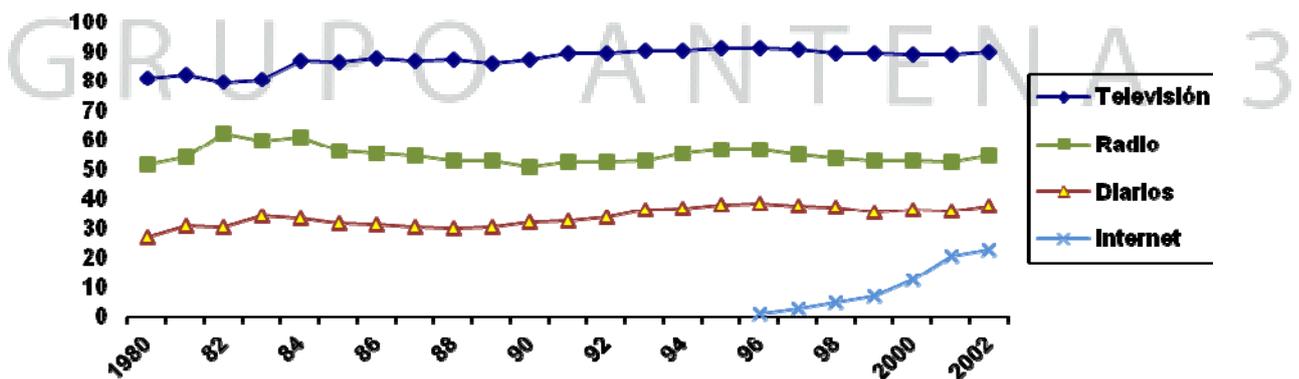
El televisor es el principal equipamiento que hay en los hogares españoles, según los datos del año 2002 recogidos en el último Marco General de los Medios en España

(2003). Específicamente, un 99,6% de los hogares cuenta, al menos, con un receptor, superando en dos décimas la tenencia de frigorífico (99,4%) y estando por encima de la radio (96,3%) y del teléfono (95,2%). Esta cantidad de receptores de televisión ilustra la importancia que tiene para los españoles, más si tenemos en cuenta que hay un 60% de hogares con dos o más televisores, lo que fragmenta la clásica “audiencia familiar”. Adicionalmente, el mando a distancia se ha convertido en uno de los aparatos imprescindibles de cualquier hogar, favoreciendo que el *zapping* se imponga como práctica habitual

La elevada presencia de la televisión en los hogares españoles guarda relación con el creciente uso que se hace de la misma. De hecho, la cifras de espectadores son ilustrativas por sí solas. La audiencia de televisión no deja de crecer, el 89,9% de la población mayor de trece años ve la televisión, mientras que el número de personas que lee un periódico alcanza un poco más de un tercio de esa cifra, y la radio la escucha casi la mitad de la población española.

Gráfico No 41.

% Audiencias de televisión frente a otros medios de comunicación



Fuente: Tesis doctoral *la Génesis y el desarrollo del cambio estratégico: un enfoque dinámico basado en el momentum organizativo* – Silvia Sosa Cabrera/2003

Por tanto, no hay duda de que la televisión es el medio por el que la mayoría de los españoles se informan y se entretienen, llegando incluso a sustituir a otras aficiones como pueden ser la lectura o el cine. De hecho, el tiempo que un ciudadano pasa frente a la pantalla asciende a una media de 235 minutos diarios (Marco General de los Medios en España, 2003), es decir, casi cuatro horas, concentrándose principalmente en la franja nocturna (20:00 a 2:30 horas), los conocidos tramos *access prime time*, *prime time* y *latenight* (20:00-21:00, 21:00-0:00 y 0:00 a 2:30, respectivamente). Este dato supone uno de los índices mundiales más altos de consumo diario de televisión, ocupando España la quinta posición tras Estados Unidos, Grecia, Gran Bretaña e Italia (Portilla, 2000).

Adicionalmente la televisión es un impulsor de sectores económicos, no podemos olvidar el impacto que la televisión y sus contenidos tienen en el ámbito cultural, ya que puede promover cambios en el sistema social. De hecho, según Durández (2000), jamás un medio de comunicación alteró tanto la forma de vida de todos los sectores sociales. Bajo esta perspectiva, la televisión se ha convertido en uno de los moldeadores de la cultura moderna, ya que ha puesto una gran cantidad de contenidos e información al alcance de la gran mayoría de la población (lenguaje, cultura, forma de vivir, de actuar, etc.), creando una situación que no ha tenido precedentes en toda la historia.

En este sentido, debemos destacar que tradicionalmente se había considerado que los fines de la televisión eran entretener, informar y educar. Sin embargo, hoy en día se podría decir que sólo sobreviven los dos primeros y que prevalece el entretenimiento sobre la información. Esto último se puede corroborar por las modificaciones que sufren los informativos para dar cabida en las emisiones a otro tipo de contenidos, principalmente deportivos.²⁵

5.7.4. FACTORES TECNOLÓGICOS

En este espacio se evalúan los cambios que podrían afectar positivamente o negativamente a la empresa. Es decir, aquellos cambios que suponen oportunidades o amenazas para el negocio.

5.7.4.1. LA TELEVISIÓN DIGITAL

Desde el pasado 2 de abril de 2010, se completó el proceso denominado “apagón analógico” que consiste en el cese de las emisiones analógicas de los operadores de televisión. Este proceso fue impulsado en Europa por la Comisión Europea desde el año 2005. Para efectuar la transición se debe tener un televisor con sintonizador digital o un sintonizador TDT de procesamiento de la señal digital. Los fabricantes de sintonizadores, televisores, antenas, productores de contenido, radiodifusores, operadores de red son los más implicados en esta transición.

Para el caso del GRUPO ANTENA 3, es necesaria la adaptación a un nuevo mercado mucho más competitivo con el fin de captar una audiencia cada vez más diversificada ante el incremento de la oferta. Con la TDT aparecerán canales temáticos que favorecen la entrada de nuevos agentes publicitarios.

Cabe anotar que las cadenas privadas vienen perdiendo audiencia año tras año, como se ha dicho en otros apartados del presente trabajo, ocasionando una fragmentación de la oferta televisiva.

5.7.4.2. LA WEB-TV O IP-TV

La web-tv es un sistema que permite la navegación por internet a través del televisor convencional. Es una nueva realidad que ha transformado el concepto de VOD (Video on Demand) por el de TVOnDemand. Una experiencia absolutamente nueva y diferente. A pesar de que el servicio ya es prestado por

www.antena3videos.com, es un hecho que todas las cadenas han optado por exhibir sus contenidos en la red lo cual traslada la competencia de las pantallas convencionales a las pantallas del ordenador.

La WEB-TV viene a colación porque es considerado un producto evolutivo y en este orden de ideas lo que viene para el servicio es alta definición y el mejoramiento de la calidad. Adicionalmente se prevé en el sector una alta oferta en el futuro, brindando más opciones a los usuarios y más opciones para temas publicitarios que a la larga permitan rentabilizar los contenidos.

5.8. LA FUSIÓN DEL GRUPO ANTENA 3 CON LA SEXTA

Desde el mes de diciembre de 2009 se viene manejando la posibilidad de fusión entre los dos grupos televisivos. Desde esa época, el director financiero del GRUPO ANTENA 3 predijo que sería más favorable para ambos grupos llegar a un acuerdo tempranamente; esto anticipándose a la debacle publicitaria que se avecinaba en el sector para el año 2011. Adicionalmente, es más fácil repartir “la gran torta televisiva” entre dos grupos que entre tres. Hoy por hoy, José Miguel Contreras, el consejero delegado de La Sexta, retomando las palabras de su similar del Grupo Antena 3 en 2009, ha dicho que la fusión en 2009 era “posible”, en 2010 se volvió “aconsejable” pero que en este momento, (2011), es “necesaria”, acotando que para jugar en las grandes ligas hay que crecer. Luego de la fusión de Telecinco y Cuatro, La Sexta no tiene capacidad de competición porque no tiene el tamaño suficiente para hacerlo. Durante el segundo trimestre del año 2011, los ingresos publicitarios en los grupos privados han caído un 14% y esta situación no beneficia a nadie y es obvio que los operadores pequeños sean los más afectados.

Los mayores obstáculos para la operación durante estos tres años han sido la gestión post-fusión de la Sexta, la política de dividendos o cómo atribuir pérdidas a La Sexta. El problema es que para estos acuerdos, se deben integrar los intereses

de muchas personas, pues La Sexta tiene gran cantidad de accionistas, y cada uno con una opinión distinta.

Para Antena 3, la operación tiene sentido para ir en busca de Telecinco quien adquirió al Grupo Prisa la cadena Cuatro, y adicionalmente tuvieron su ingreso a Digital +.

Dentro del proceso de negociación entre el Grupo Antena 3 y La Sexta, la ecuación de canje que se había establecido en el año 2009 era 77% y 23% para el GRUPO ANTENA 3 y para LA SEXTA respectivamente. Hoy por hoy, Antena 3 obtendría entre el 80% y el 85% del nuevo grupo, además del control sobre todos los cargos ejecutivos importantes.

En la nueva ecuación de canje, el Grupo Planeta- De Agostini que controla casi el 45% de Antena 3, pasaría a ser el primer accionista del nuevo grupo con una participación estimada entre el 35,6% y el 37,9%, en tanto que UFA Film (Antigua RTL) pasaría de un 20% en el Grupo Antena 2 a tener entre el 16,4% y el 17,4% de la fusión. Televisa con una participación del 40,5% en La Sexta, tendría en el nuevo grupo entre el 6% y el 8,1%.

Los factores que han permitido que se restablezcan las opciones de fusión en 2011, han sido:

- La profundidad y duración de la crisis. Las dos cadenas están debilitadas.
- La caída en el primer semestre de 2011 de los ingresos publicitarios de La Sexta; pasando del 13% al 11% en el mercado.
- Además, en diciembre de 2009, se valoraba Antena 3 con motivo de la fusión en 1.680 millones de euros y hoy su valor es de 937 millones de euros, es decir, un 44% inferior.
- La debilidad financiera de La Sexta y la presión que ejerce Televisa como accionista para que se efectúe la venta al Grupo Antena 3.

- Antena 3 tiene la posibilidad de adquirir una marca valorada como La Sexta y la posibilidad de explotar los contenidos de cuatro canales. Además, la cadena participada por MediaPro es propietaria de los derechos televisivos de la Liga de Fútbol durante, al menos, las dos próximas temporadas, así como del campeonato de Fórmula 1, unos contenidos a los que Antena 3 nunca habría accedido sin esta operación.
- Competirían como grupo por el liderazgo en facturación y audiencia frente a MediaSet (Telecinco y Cuatro). Habría Duopolio en el mercado televisivo pues la “torta publicitaria” estaría en manos de MediaSet y el nuevo grupo Antena 3- La Sexta.



GRUPO ANTENA 3

6. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO DEL GRUPO ANTENA 3

Este análisis nos permite conocer el estado y la evolución económico-financiera del GRUPO ANTENA 3. Consiste en relacionar variables de la cuenta de resultados y del balance de situación de una empresa, de forma que se obtengan ratios que ilustren lo que ha sucedido en la empresa durante el período de tiempo 2000-2010.

6.1. SITUACIÓN PATRIMONIAL

A continuación se aprecian los gráficos del activo y pasivo del GRUPO ANTENA 3. El activo se encuentra desglosado en no corriente, existencias, realizable, inversiones financieras y efectivo. En tanto que el pasivo y patrimonio neto está dividido en patrimonio neto, pasivo no corriente y pasivo corriente.

6.1.1. ACTIVO

Situación Actual

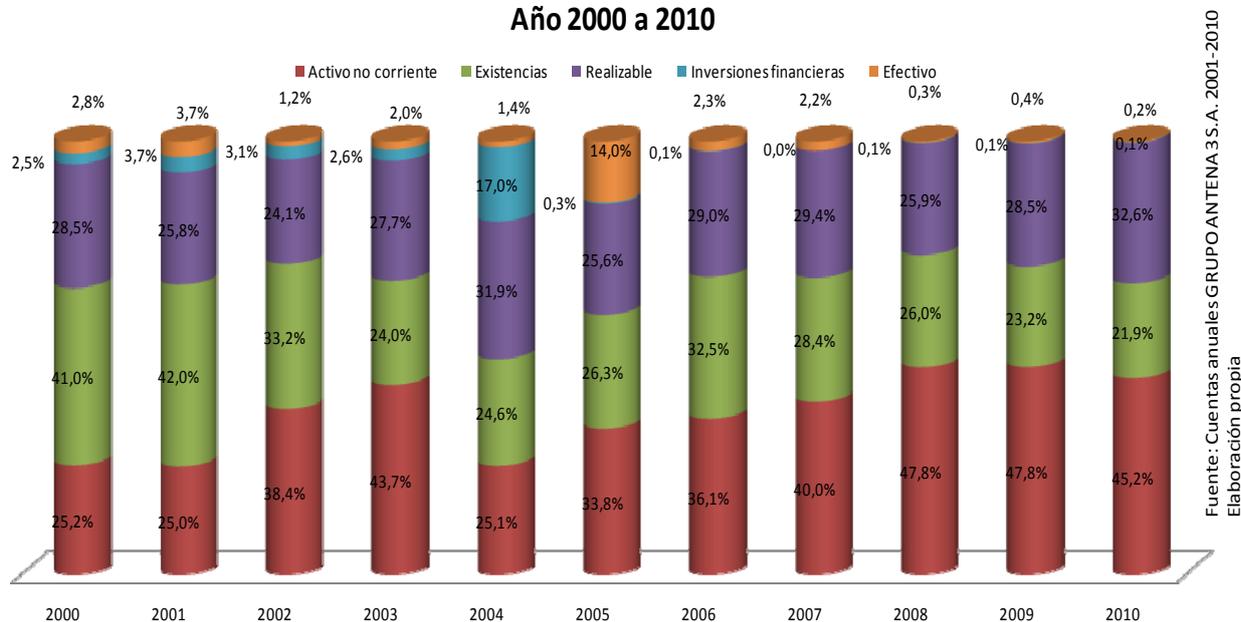
En el año 2010 se observa que el activo no corriente es la masa más importante dentro del activo, con un 45,2%. Le sigue el realizable con un 32,6% y las existencias con un 21,9%. Es coherente la distribución del activo dado que la sociedad ha invertido en nuevos estudios e infraestructura en general para el desarrollo de actividades de las empresas del grupo. Las partidas de menor peso en el activo son el efectivo y las inversiones financieras.

Evolución

Con respecto al año 2009, la distribución del activo es bastante similar. El activo no corriente ha ido aumentando en los últimos 6 años, mientras que las existencias han decrecido. Se observa además que el peso del efectivo y las inversiones financieras en el balance vienen en decremento desde el año 2000 hasta la actualidad.

Gráfico No 42.

GRUPO ANTENA 3 S.A. ACTIVO (Miles de euros) Año 2000 a 2010



Fuente: Cuentas anuales GRUPO ANTENA 3 S.A. 2001-2010
Elaboración propia

6.1.2. PASIVO

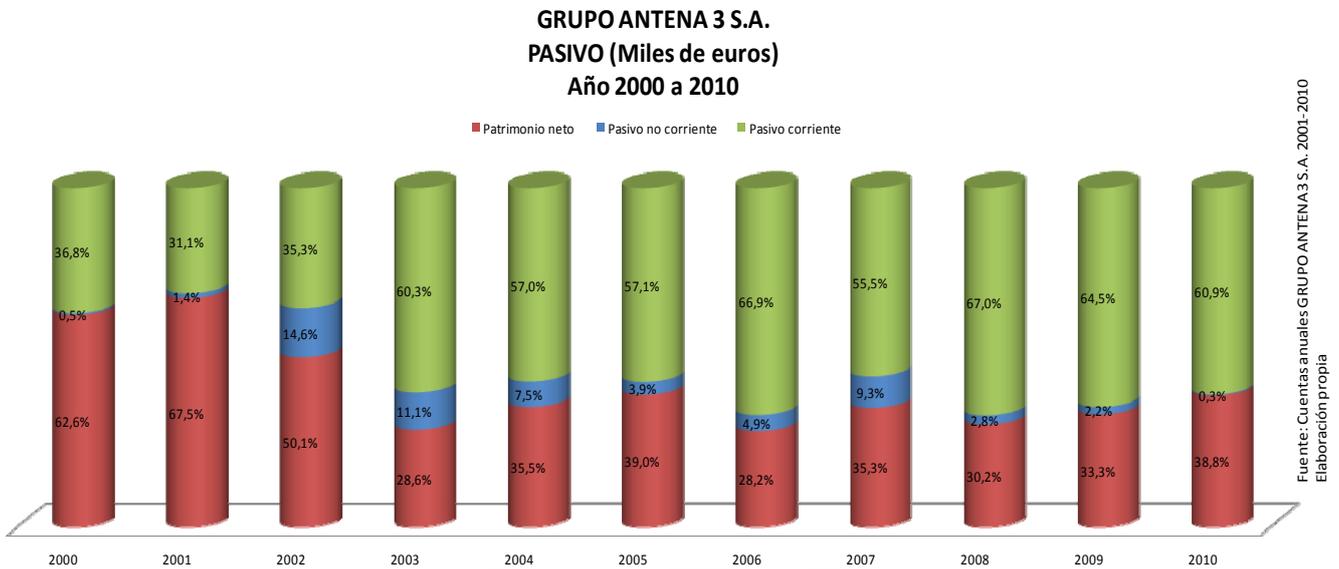
Situación Actual

En el año 2010 el patrimonio neto representaba el 38,8% del total del total pasivo y patrimonio neto. De la misma manera el pasivo corriente era la partida más importante con un 60,9%. Concentrando la mayoría de sus obligaciones en el corto plazo. El pasivo no corriente representaba sólo un 0,3% del total pasivo y patrimonio neto.

Evolución

La sociedad ha recuperado autonomía en los últimos tres ejercicios. Se observa una disminución del pasivo corriente desde el año 2008. Cabe destacar que por esta composición, se puede deducir que la sociedad no tiene políticas para endeudamiento en el largo plazo. Desde el año 2000 el pasivo corriente ha duplicado su participación en el total del pasivo y patrimonio neto.

Gráfico No 43.



6.1.3. FONDO DE MANIOBRA

El fondo de maniobra es una medida de la capacidad que tiene una empresa para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo. Se calcula como el excedente de activos de corto plazo menos pasivos de corto plazo.

GRUPO ANTENA 3

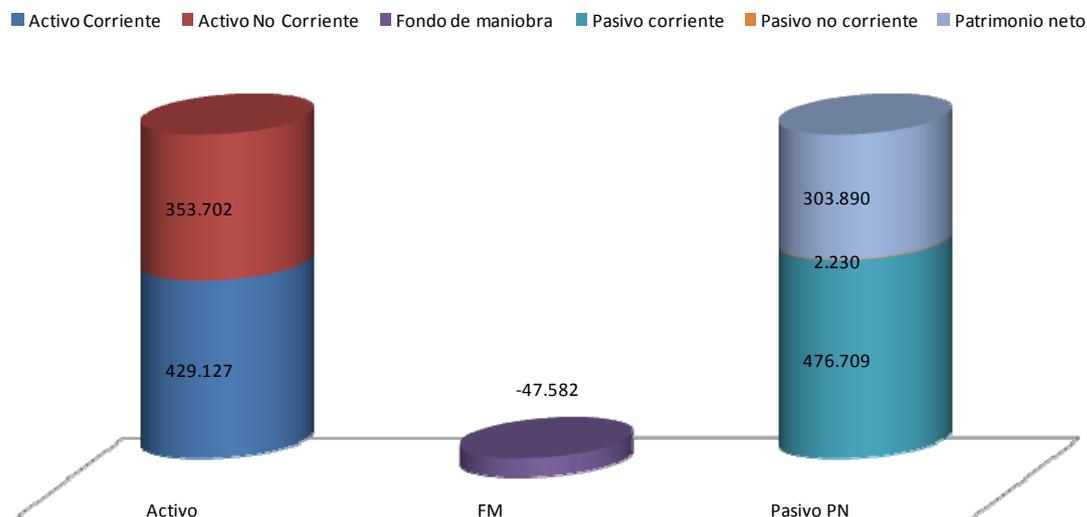
Situación Actual

El activo corriente en el año 2010 es de 429.127 (miles de euros) y el pasivo corriente es de 476.709 (miles de euros), por esta razón el fondo de maniobra en el año 2010 es negativo -47.582 (miles de euros). Por ello y por la baja representación del efectivo en el balance, se puede inferir que la sociedad puede llegar a tener problema de liquidez.

Gráfico No 44.

**GRUPO ANTENA 3 S.A.
FONDO DE MANIOBRA
AÑO 2010**

Fuente: Cuentas anuales GRUPO ANTENA 3 S.A. 2001-2010
Elaboración propia



De las cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3 S.A. de los años 2010 y 2009, se extracta la siguiente información respecto del fondo de maniobra:

“La Sociedad presenta a 31 de diciembre de 2010 un fondo de maniobra negativo. No obstante, los Administradores de la Sociedad estiman que los flujos de caja generados por el negocio y las líneas de financiación disponibles permiten hacer frente a los pasivos a corto plazo”.

Debido a que la liquidez del grupo no ha sido suficiente para atender a sus obligaciones en el corto plazo, la sociedad está acudiendo a la financiación, también a corto plazo para cubrirlas.

Evolución

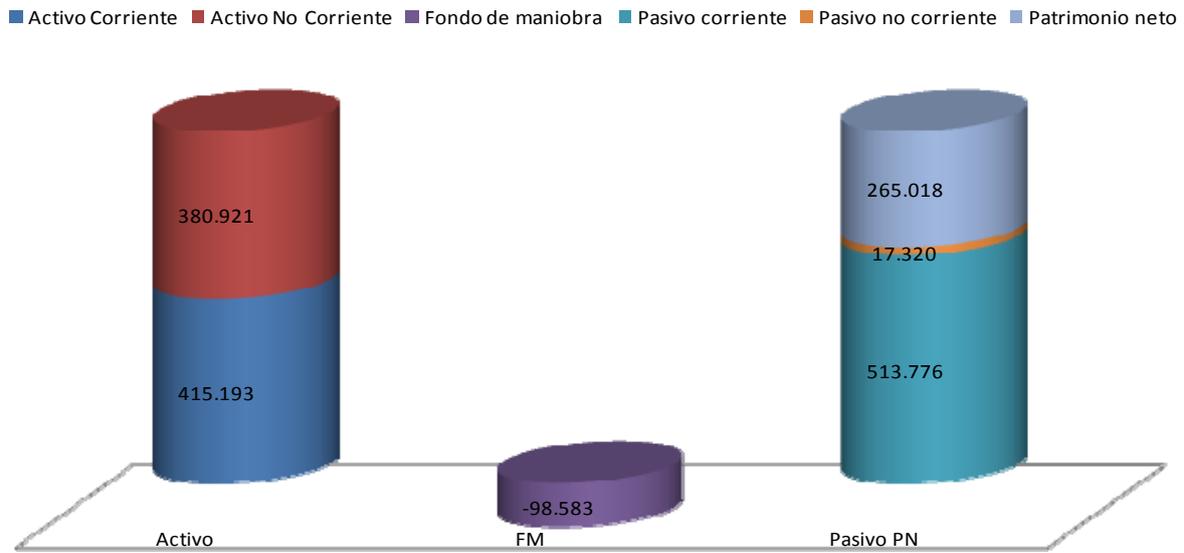
En el gráfico inferior se observa como en el año 2009, el fondo de maniobra fue negativo (98.583 miles de euros). El activo corriente fue de 415.193 (miles de euros) y el pasivo corriente de 513.776 (miles de euros). El grupo ha tenido tres años consecutivos con un fondo de maniobra negativo. La teoría de análisis financiero indica

que fondos de maniobra negativos consecutivos pueden conllevar a un concurso de acreedores, sin embargo, en el próximo apartado, durante el estudio de la liquidez del grupo se confirmará cual puede ser la verdadera situación.

Gráfico No 45.

**GRUPO ANTENA 3 S.A.
FONDO DE MANIOBRA
AÑO 2009**

Fuente: Cuentas anuales GRUPO ANTENA 3 S.A. 2001-2010
Elaboración propia

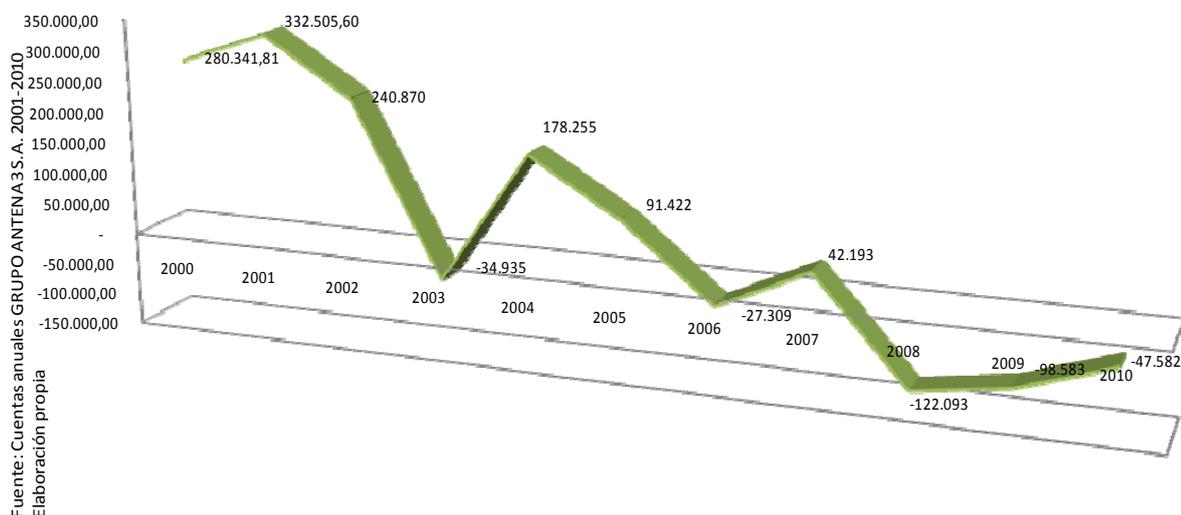


Durante el ejercicio 2008, el Grupo Antena 3 tuvo un fondo de maniobra negativo por valor de (122.093). El último año en el que se observó un fondo de maniobra positivo fue en 2007, año precedente a la gran crisis económica con 42.193 miles de euros.

El siguiente gráfico indica la tendencia del fondo de maniobra en la década. Se observa que la tendencia del fondo de maniobra ha sido generalmente a la baja. Además y como ya hemos comentado por 3 años consecutivos, el grupo ha tenido un fondo de maniobra negativo, pues el sector audiovisual no se escapó del impacto de la crisis. A pesar de ello, se percibe una leve mejoría en el fondo de maniobra sin dejar de ser negativo. Consecutivamente desde el año 2000 al año 2002 y durante los ejercicios 2004, 2005 y 2007 la sociedad mostró equilibrio económico financiero a través de su fondo de maniobra.

Gráfico No 46.

GRUPO ANTENA 3 S.A. FONDO DE MANIOBRA (Miles de Euros) AÑO 2000 A 2010



6.2. SITUACIÓN DE LIQUIDEZ

A través del análisis de la situación de liquidez, se conoce si la empresa es capaz de hacer frente a sus deudas.

Tabla No 13.

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ratio de liquidez	2,03	2,41	1,74	0,93	1,31	1,16	0,95	1,08	0,78	0,81	0,90
Ratio de tesorería	0,92	1,06	0,80	0,54	0,88	0,70	0,47	0,57	0,39	0,45	0,54
Ratio de disponibilidad	0,14	0,24	0,12	0,08	0,32	0,25	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01
Ratio FM/Pasivo corriente	1,03	1,41	0,74	- 0,07	0,31	0,16	- 0,05	0,08	- 0,22	- 0,19	- 0,10
Ratio FM/Activo	0,38	0,44	0,26	- 0,04	0,18	0,09	- 0,03	0,05	- 0,15	- 0,12	- 0,06

Fuente: Cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3 S.A.
Elaboración propia

6.2.1. RATIO DE LIQUIDEZ

El ratio de liquidez indica la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. El ratio debe ubicarse entre 1,5 y 2,0. Partiendo del valor del año 2010 puede decirse que el grupo no tiene la capacidad suficiente para atender sus deudas en el corto plazo, mostrando un ratio inferior a 1. En comparación al año 2009, se observa una leve mejoría, pero en términos generales presenta una evolución negativa desde el año 2003. En la última década solamente entre el año 2000 y 2002, el grupo mostró un buen ratio de liquidez.

Gráfico No 47.

GRUPO ANTENA 3 S.A.
Ratio de liquidez
Año 2000 a 2010



3

6.2.2. RATIO DE TESORERIA

El ratio de tesorería busca eliminar la incertidumbre asociada a las existencias. El ratio normal debe ser igual a 1. El ratio de 0,54 en el año 2010, confirma la incapacidad aparente del grupo para hacer frente a sus deudas en el corto plazo. El ratio ha mostrado una leve mejoría entre 2008 y 2010. Salvo en el año 2001, donde la empresa tuvo un ratio de 1,06, el ratio estuvo siempre por debajo del ideal.

6.2.3. RATIO DE DISPONIBILIDAD

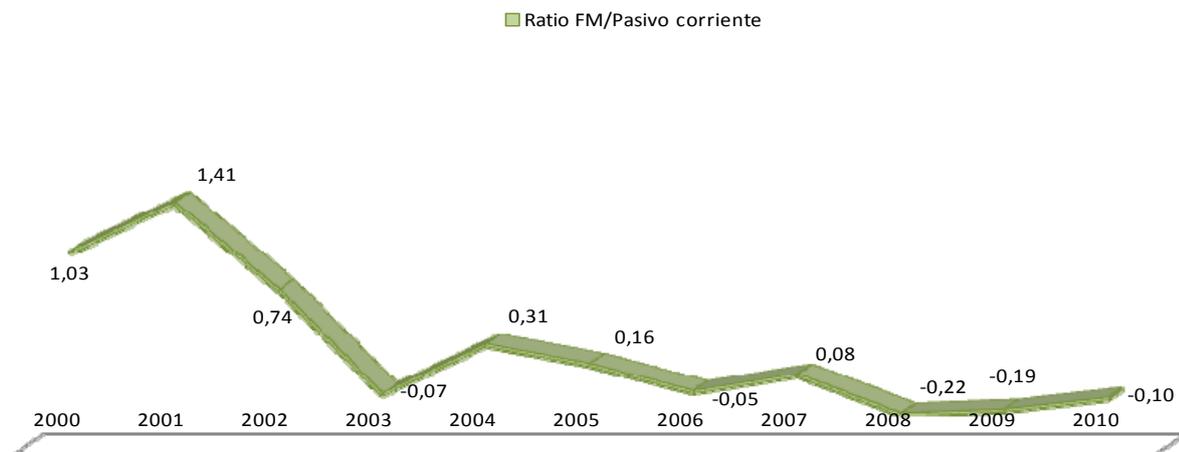
El ratio de disponibilidad, es la capacidad inmediata de la empresa para atender los pagos en el corto plazo con su disponible. El valor óptimo debe ubicarse entre 0,2 y 0,3. En 2010 el ratio es de 0,01, el valor es muy pequeño e indica que el grupo no podría atender sus obligaciones en el corto plazo. En los años 2001, 2004 y 2005 el ratio presentó valores adecuados. En términos generales el ratio presenta una evolución desfavorable.

6.2.4. RATIO FONDO DE MANIOBRA/PASIVO CORRIENTE

Los ratios del fondo de maniobra dependen del sector. Sin embargo, se confirma la evolución desfavorable del fondo de maniobra en la década. El gráfico confirma la evolución negativa de la liquidez del grupo mostrando una leve mejoría en los ejercicios 2008 a 2010, dónde el Grupo ha logrado disminuir su pasivo corriente.

Gráfico No 48.

GRUPO ANTENA 3 S.A. Ratio FM/Pasivo Corriente Año 2000 a 2010



Fuente: Cuentas anuales GRUPO ANTENA 3 S.A. 2001-2010
Elaboración propia

6.3. SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO

En este subcapítulo se analizan los principales ratios de endeudamiento del GRUPO ANTENA 3. Vale la pena mencionar que los ratios de endeudamiento relacionan la financiación ajena y la financiación propia.

Tabla No 14.

SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
Ratio de endeudamiento	0,37	0,32	0,50	0,71	0,65	0,61	0,72	0,65	0,70	0,67	0,61		
Ratio de autonomía	1,68	2,08	1,00	0,40	0,55	0,64	0,39	0,54	0,43	0,50	0,63		
Ratio de solvencia	2,68	3,08	2,00	1,40	1,55	1,64	1,39	1,54	1,43	1,50	1,63		
Calidad de la deuda	0,99	0,96	0,71	0,84	0,88	0,94	0,93	0,86	0,96	0,97	1,00		
Gastos financieros	0,005	0,008	0,011	0,010	0,015	0,011	0,017	0,039	0,060	0,015	0,006		
Cobertura de gastos financieros	54,95	12,26	-	5,53	-	46,05	13,35	31,43	23,59	7,71	2,95	5,90	29,24

Fuente: Cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3 S.A.

Elaboración propia

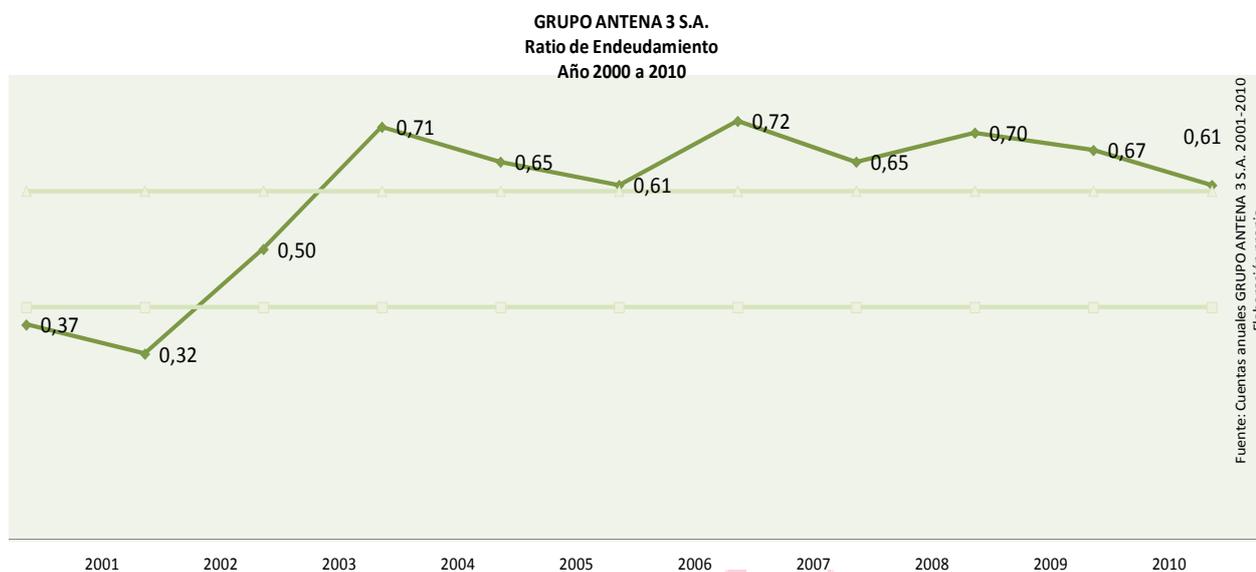
6.3.1. RATIO DE ENDEUDAMIENTO

El ratio de endeudamiento del año 2010, indica que el peso de la deuda sobre el total del pasivo y patrimonio neto es del 61%. El intervalo óptimo en el cuál se debe ubicar este ratio es del 40% al 60%. Podemos decir que el GRUPO ANTENA 3 se encuentra sobre este límite. Se observa una evolución favorable desde el año 2006, por lo que se concluye que el Grupo ha recuperado autonomía.

6.3.2. RATIO DE AUTONOMÍA

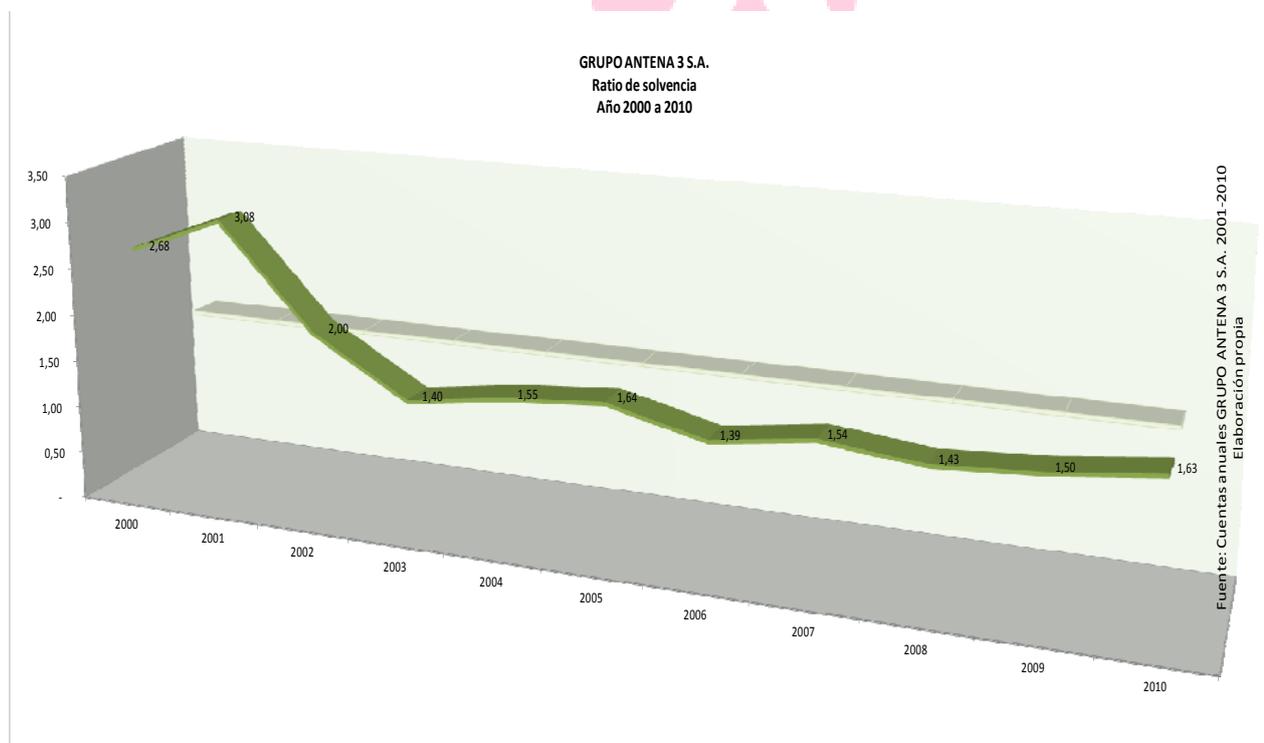
Se confirma a través de este ratio que el GRUPO ANTENA 3 ha recuperado autonomía con un 0,63 en el año 2010. En el año 2009 el ratio fue de 0,5 estando el intervalo óptimo entre 0,7 y 1,5. Las cifras evolutivas son alentadoras pues desde el año 2008 la empresa viene recuperando progresivamente autonomía y esto quiere decir que va en búsqueda de la financiación propia más que de la externa. La conclusión es que el menor endeudamiento del GRUPO ANTENA 3 repercute en una mayor autonomía.

Gráfico No 49.



6.3.3. RATIO DE SOLVENCIA

Gráfico No 50.



Este ratio mide la capacidad de la empresa para hacer frente a la totalidad de las deudas. Para el año 2010 el GRUPO ANTENA 3 presentaba un ratio de 1,63. Lo que

representa que por cada euro que tiene que pagar la sociedad tiene un respaldo en activos de 1,63 euros. A pesar de que el intervalo ideal es de 1,7 la sociedad tiene solvencia aparente en lo que respecta al ejercicio 2010. Sin embargo en los 6 años anteriores el ratio varió entre 1,40 y 1,64. La solvencia ha generado que el endeudamiento disminuya entre 2008 y 2010.

6.3.4. RATIO CALIDAD DE LA DEUDA

El ratio calidad de la deuda, indica el tiempo en el cuál se hace frente a los pagos. Cuanto más próximo a 1 se encuentra este ratio menos tiempo quedará para hacer frente a dichos pagos. De ahí que la peor calidad de la deuda, en teoría, quede representada por 1, en nuestro caso y para el año 2010 el ratio es de 0,995. Lo que quiere decir que del total de la deuda el 99,5% es a corto plazo. Por la disminución del pasivo corriente y por un ratio de calidad de deuda cercano a 1, podemos deducir que la política de la compañía es no endeudarse en el largo plazo y asumir sus obligaciones en el corto plazo. También podemos deducir que esta política en los últimos tres años, está preparando al Grupo para una gran inversión (fusión o compra de La Sexta).

GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 51.



6.3.5. RATIO DE GASTOS FINANCIEROS SOBRE VENTAS

Para el año 2010 el ratio de gastos financieros representaba el 0,6% de las ventas.

Se debe considerar que al ser inferior al 4%, la empresa se sitúa en buena posición.

Entre el año 2008 y el 2010 el ratio ha mejorado, ya que en el 2008 el ratio fue del 6% de las ventas, siendo desfavorable para la empresa, mientras que para el año 2009 se encontraba en un rango normal de 1,5%.

6.3.6. RATIO COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

El ratio para el año 2010 es de 29,24. Esto quiere decir que el GRUPO ANTENA 3 puede cubrir con sus beneficios de explotación sus gastos financieros. Este ratio debe ser superior a uno (1). En los dos años anteriores el ratio de cobertura también fue favorable, con un valor en 2009 de 5,90, en 2008 de 2,95 y en el año

2007 de 7,71. Se observa que entre el año 2008 y el año 2010 el GRUPO ANTENA 3 mejoró la cobertura de sus gastos financieros.

6.4. RATIOS DE ROTACIÓN

La rotación del activo muestra la relación entre las ventas y el total de activos o algún grupo de activos específicamente. Es decir, la capacidad para generar ventas según lo invertido en el total de activos de la empresa o en un grupo de activos en particular.

Tabla No 15.

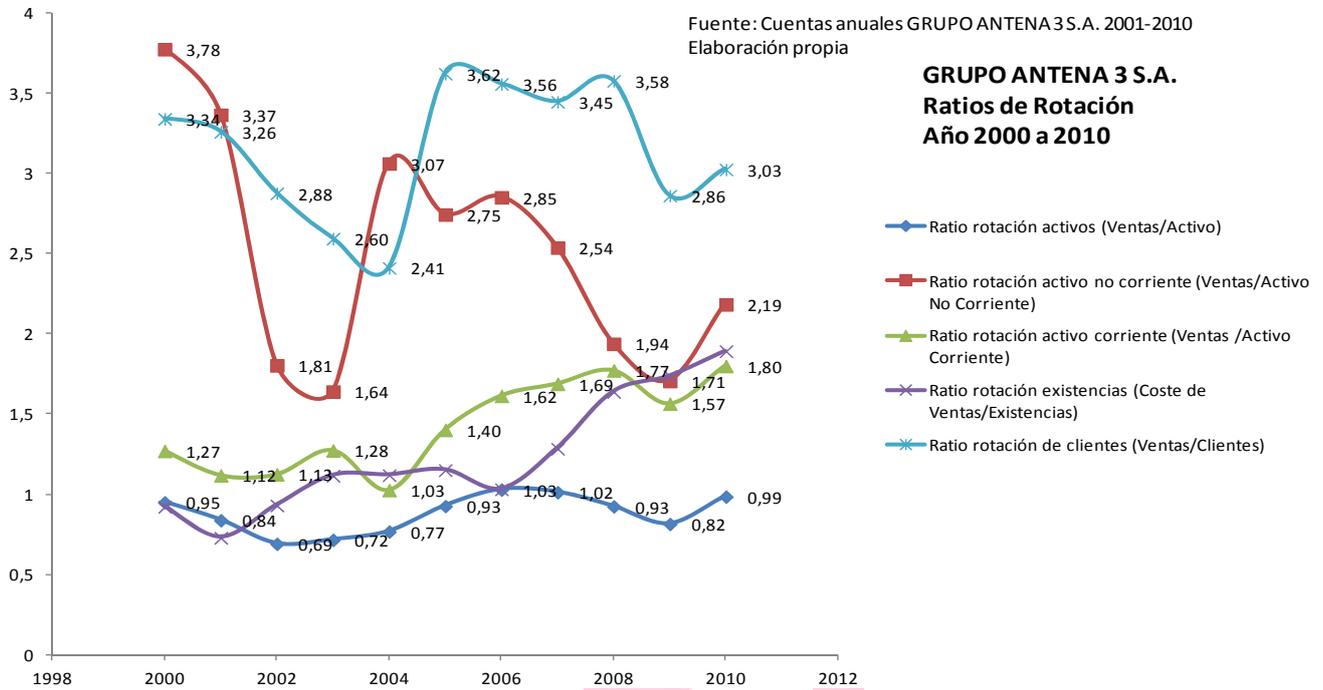
ROTACIÓN DE ACTIVOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ratio rotación activos (Ventas/Activo)	0,95	0,84	0,69	0,72	0,77	0,93	1,03	1,02	0,93	0,82	0,99
Ratio rotación activo no corriente (Ventas/Activo No Corriente)	3,78	3,37	1,81	1,64	3,07	2,75	2,85	2,54	1,94	1,71	2,19
Ratio rotación activo corriente (Ventas /Activo Corriente)	1,27	1,12	1,13	1,28	1,03	1,40	1,62	1,69	1,77	1,57	1,80
Ratio rotación existencias (Coste de Ventas/Existencias)	0,92	0,73	0,93	1,12	1,12	1,15	1,03	1,29	1,64	1,74	1,89
Ratio rotación de clientes (Ventas/Clientes)	3,34	3,26	2,88	2,60	2,41	3,62	3,56	3,45	3,58	2,86	3,03

Fuente: Cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3 S.A.

Elaboración propia

Respecto de la rotación de los activos no corrientes se observa que en el año 2010 el ratio se situaba en 2,19, esto quiere decir que por cada euro invertido en activos no corrientes se habían vendido 2,19 euros. Observándose una recuperación en la eficiencia de los activos no corrientes entre el año 2008 y el año 2009, pasando de 1,94 en el año 2008 a 2,19 el año 2010.

Gráfico No 52.



6.5. ANÁLISIS DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

El beneficio en 2010 es de 109.129 miles de euros en el año 2010. Entre el año 2009 y 2010 el beneficio de la sociedad aumentó casi un 180%, pasando de algo más de 61 millones de euros a 109 millones de euros aproximadamente. La administración del Grupo, considera que mantiene el control ya que aún en los tiempos de crisis han obtenido beneficios de las actividades a través del establecimiento de políticas financieras y operativas.

Las ventas del GRUPO ANTENA 3 en el año 2010 fueron de 773 millones de euros. Desde la crisis económica en 2007, se observa una disminución en las ventas, pasando de 937 millones de euros a 773 millones de euros en 2010. Entre 2009 y 2010 las ventas se han incrementado por la facturación obtenida por publicidad, ya

que las cadenas estatales no perciben este tipo de ingresos, cediéndolos a las cadenas privadas; en este sentido, la ley audiovisual ha ayudado a amortiguar el fuerte impacto que ha tenido la crisis económica en las cadenas privadas.

Tabla No 16.

GRUPO ANTENA 3

ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE EUROS)



P&G	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ventas	769.849	932.042	934.409	937.612	767.452	650.729	773.323
Coste de Ventas	275.635	303.725	303.966	337.621	352.562	320.579	324.449
Margen Bruto	494.214	628.317	630.443	599.991	414.890	330.150	448.874
Ingresos de Explotación	53.958	75.602	135.249	79.179	66.784	54.446	34.392
Gastos de Explotación	216.700	201.550	200.390	206.562	181.337	167.237	197.477
Valor Añadido Bruto	331.472	502.369	565.302	472.608	300.337	217.359	285.789
Gastos de Personal	137.925	152.087	149.156	137.650	135.371	134.924	128.841
EBITDA	193.547	350.282	416.146	334.958	164.966	82.435	156.948
Amortización y deterioro	35.057	13.322	20.223	30.268	18.531	20.879	21.378
BAII- EBIT	158.490	336.960	395.923	304.690	146.435	61.556	135.570
Ingresos Financieros	4.362	14.253	15.158	8.704	7.316	453	1.864
Gastos Financieros	11.869	28.515	16.786	39.537	50.698	10.587	5.773
BAI	150.983	322.698	394.295	273.857	103.053	51.422	131.661
Impuesto de Sociedades	45.712	96.688	104.578	73.824	12.031	-	22.532
Resultado del Ejercicio	105.271	226.010	289.717	200.033	91.022	60.751	109.129

Fuente: Cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3. 2004-2010

Elaboración propia

En el año 2010 el coste de ventas representó el 42% del total de las ventas. A pesar de que el valor absoluto ha aumentado entre 2009 y 2010, su peso relativo ha caído del 49,3% al 42%. Por tal motivo el margen bruto se incrementó desde 50,7% en 2009 a 58% en 2010.

Los otros ingresos de explotación representan el 4,4% del total de las ventas en el año 2010. Su peso relativo varía mucho en 2010 si se compara con años precedentes. Al hablar de valores absolutos los ingresos de explotación decrecen desde el año 2006, pasando de 135 millones de euros a 54 millones y a 34 millones de euros en 2009 y 2010 respectivamente.

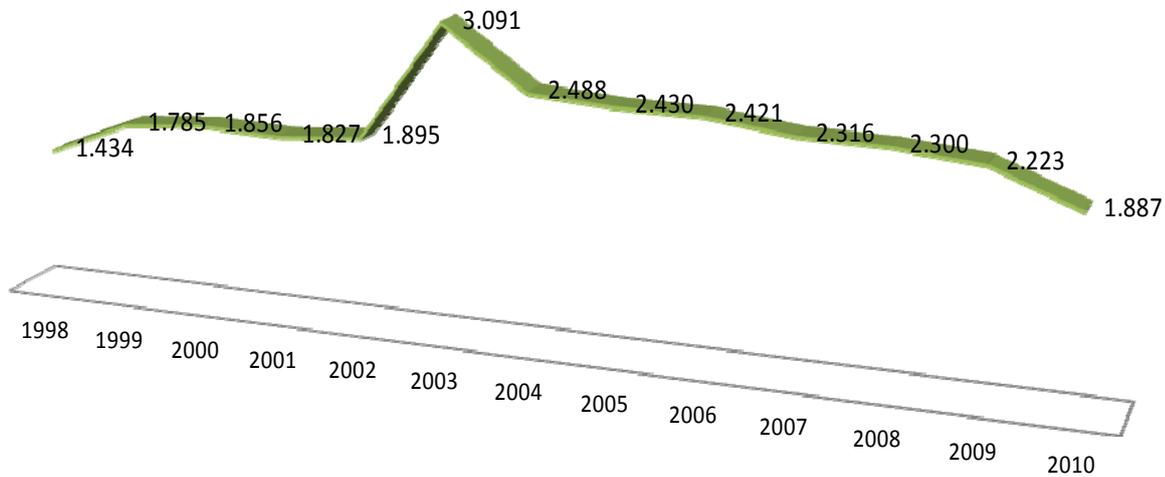
Se observa que los gastos de explotación son el 25,5% del total de las ventas en el año 2010, manteniendo uniformidad en comparación con el año 2009 dónde representaron el 25,7%. Los gastos de personal en el año 2010 constituyen el 16,7%

de las ventas. Este es un importante cambio en la composición de la cuenta de resultados pues como ya vimos la situación económica ha obligado a disminuir su planta de personal entre 2009 y 2010, pasando de 2.223 empleados a 1.887 empleados.

Gráfico No 53.

Número de Empleados

Fuente: Cuentas anuales GRUPO ANTENA 3 S.A. 1998-2010
Elaboración propia



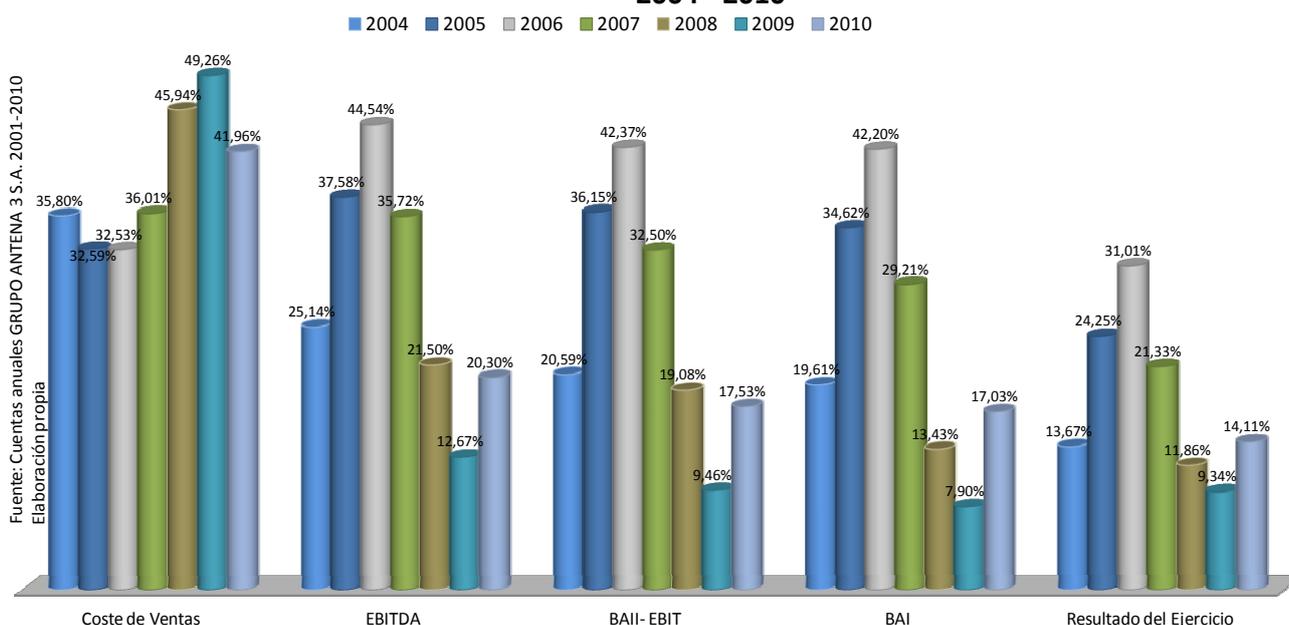
El gasto por amortización en el año 2010 constituye el 2,8% del total de las ventas. En términos relativos se puede decir que desde el año 2007 la dotación pasa del 2,4% en 2008 a un 2,8% en 2010. Las cifras absolutas también muestran un leve incremento entre 2008 hasta 2010.

Como consecuencia de lo anterior el beneficio antes de intereses e impuestos en el ejercicio 2010 representa el 17,5% del total de las ventas, en tanto que el beneficio antes de impuestos constituye el 17% de las ventas del año 2010. Las diferencias en el beneficio antes de intereses e impuestos año tras año han sido abismales. Mientras en el año 2006 el BAI o EBIT fue el 42,4% de las ventas y el BAI fue del 42,2%, en el 2007 fueron del 32,5% y 29,2% respectivamente, y en el 2008 del

19,1% y 13,4% respectivamente. En el año 2009, el BAI fue del 9,5% de las ventas y el BAI del 7,9%. El siguiente gráfico ilustra la tendencia del EBITDA, del BAI o EBIT y del BAI.

Gráfico No 54.

**GRUPO ANTENA 3
CUENTA DE RESULTADOS
2004 - 2010**



En resumen, la disminución en las cifras relativas del coste de ventas entre el 2009 y el 2010 repercute en un incremento del EBITDA, del BAI, el BAI y el resultado del ejercicio. El efecto negativo de la crisis en los resultados del Grupo es bastante notorio entre 2007 y 2010.

6.6. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA

A través de este subcapítulo se busca analizar la eficiencia con la que la empresa gestiona los recursos que han aportado los proveedores de fondos, accionistas y acreedores. Hay que tener en cuenta que la estabilidad de los beneficios es siempre un atractivo para el inversor, por lo cual ratios de rentabilidad estables, indican capacidad de adaptación al entorno.

Tabla No 17

GRUPO ANTENA 3

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA



RENTABILIDAD ECONÓMICA		2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Rotacion de activo=	Ventas / Activo total	0,988	0,817	0,927	1,015	1,032	0,929	0,770
Margen de ventas=	BAll / Ventas	0,175	0,095	0,191	0,325	0,424	0,362	0,206
Rendimiento economico=(ventas /Activo total)*(BAll / Ventas)		0,173	0,077	0,177	0,330	0,437	0,336	0,159

Fuente: Cuentas Anuales GRUPO ANTENA 3. 2004-2010

Elaboración propia

El rendimiento económico del año 2010 es de 17,3%. Esta cifra será favorable para la empresa en la medida en que sea superior al coste de la deuda. Otro punto importante a anotar es el decremento del rendimiento a partir del año 2006, cuando registraba 43,7%. El descenso fue progresivo pues en 2007 registró 33% y en 2008 un 17,7%. Nuevamente se percibe la recuperación en los resultados a través del rendimiento económico del año 2010 en comparación con el año 2009, cuando registró un rendimiento del 7,7%.

De igual manera, el margen de ventas que en el año 2010 se ubicó en 17,5% fue decreciendo paulatinamente desde un 42,4% en el año 2006, 32,5% en el 2007, 19,1% en 2008 y 9,5% en 2009. Se evidencia la recuperación en el año 2010 que se ha mencionado anteriormente.

6.7. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA

El análisis de la rentabilidad financiera mide el resultado generado por la empresa en relación a la inversión de los propietarios. Esta debe compararse con el coste de oportunidad y debe ser igual o superior.

Tabla No 18.

GRUPO ANTENA 3

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA



APALANCAMIENTO FINANCIERO		2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Rotación de activo=	Ventas / Activo total	0,988	0,817	0,927	1,015	1,032	0,929	0,770
Margen de ventas=	BAII / Ventas	0,175	0,095	0,191	0,325	0,424	0,362	0,206
Apalancamiento financiero=	(Activo/P.Netto)*(BAI/BAII)	2,502	2,509	2,332	2,549	3,528	2,454	2,686
	Activo / P.NETO	2,576	3,004	3,313	2,836	3,542	2,563	2,819
	BAI / BAII	0,971	0,835	0,704	0,899	0,996	0,958	0,953
RENTABILIDAD FINANCIERA								
Efecto fiscal =	Resultado / BAI	0,829	1,181	0,883	0,730	0,735	0,700	0,697
Rendimiento financiero=	Resultado / Patrimonio neto	0,359	0,229	0,364	0,614	1,133	0,577	0,297

Fuente: Cuentas Anuales GRUPO ANTENA 3. 2004-2010

Elaboración propia

El rendimiento financiero del GRUPO ANTENA 3 en el año 2010 es del 35,9%. Esto en primera instancia es bueno pues el riesgo asumido por los socios es compensado, ya que en inversiones en activos libres de riesgo habrían obtenido rentabilidades inferiores a las logradas. Muestra de ello es que cada año la sociedad anuncia reparto de dividendos, muy a pesar de la disminución de sus beneficios.

El apalancamiento es positivo, ya que es mayor a 1 y el rendimiento económico tiende a ser mayor que el coste de la deuda. A pesar de que el GRUPO ha perdido autonomía con el alto nivel de endeudamiento, esto ha contribuido de alguna manera a sostener la rentabilidad financiera. En el año 2009 no hay presión fiscal pues existía un impuesto a favor en el ejercicio; en tanto que en el año 2010 el beneficio extrayendo el efecto fiscal es del 82,9%. La presión fiscal en 2004 y 2005 fue del 30%, en los años 2006 y 2007 fue del 26,5% y 27% respectivamente y en 2008 un 11,7%.

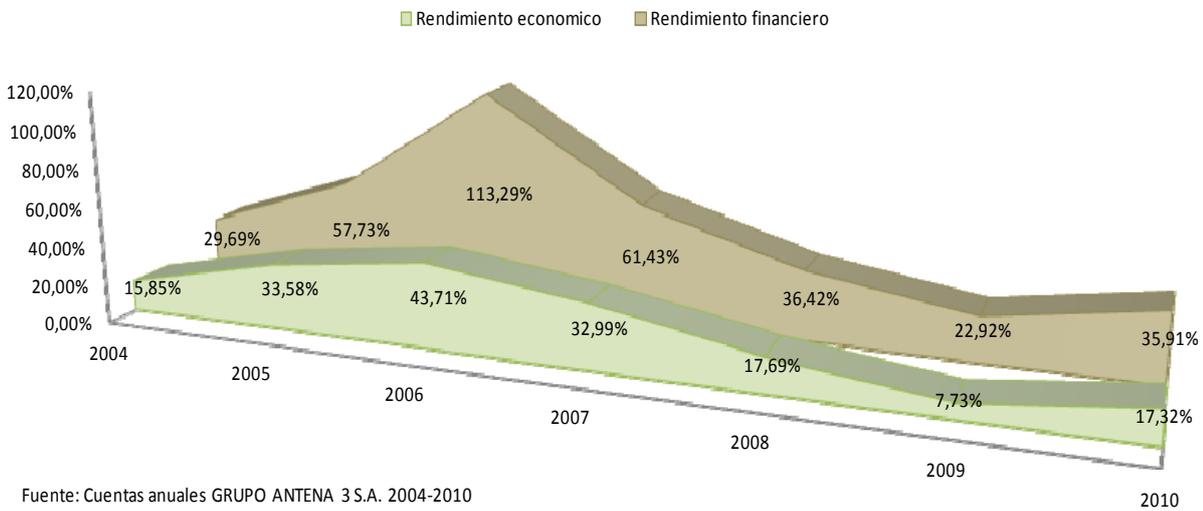
El rendimiento financiero viene decreciendo desde 2006. A pesar de esto el GRUPO está bien “apalancado” desde 2004 hasta la actualidad. Vale la pena mencionar que este apalancamiento aumenta los riesgos de la operación, pues provoca una menor flexibilidad o una mayor exposición a la insolvencia o a la incapacidad de atender los pagos.

Respecto al margen de ventas se observa que el aumento entre 2009 y 2010, saltando del 9,5% al 17,5%, debido al incremento en las ventas casi que con el mismo coste.

El siguiente gráfico resume el comportamiento de la rentabilidad económica y de la rentabilidad financiera del GRUPO ANTENA 3 desde el año 2004 hasta el 2010:

Gráfico No 55.

**GRUPO ANTENA 3
2004 - 2010**



GRUPO ANTENA 3

7. VALORACIÓN POR EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

Tal y como se mencionó en el capítulo 3, para desarrollar la valoración por éste método es necesario establecer un horizonte temporal, calcular la tasa de actualización, estimar los flujos de caja libres, estimar el valor de continuación y estimar el valor de la empresa.

7.1. ESTIMACIÓN DEL HORIZONTE TEMPORAL

El Grupo Antena 3 fue constituido hace 22 años. Ha sido líder en oferta televisiva y de medios por mucho tiempo, claro está, detrás de las cadenas públicas. Tal y como lo muestra el análisis económico financiero, ha tenido un declive en sus cifras, originado por la crisis económica y por la fragmentación del mercado. A pesar de éste declive sus cifras económicas lideran respecto del sector. Dada la etapa actual que sufre la economía española, el horizonte temporal será de **8 años**. De ésta manera se tendrán en cuenta dentro del ciclo económico la recesión y la recuperación.

7.2. TASA DE DESCUENTO O COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Se debe recordar que el coste de capital es la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión. Es necesario calcular el peso del pasivo y del patrimonio neto dentro del total del pasivo y patrimonio neto.

Tabla No 19.

FINANCIACIÓN	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	PROMEDIO
Patrimonio neto	29%	35%	39%	28%	35%	30%	33%	39%	33,50%
Pasivo	71%	65%	61%	72%	65%	70%	67%	61%	66,50%
TOTAL	100%	100,00%							

Como se puede observar el peso promedio del patrimonio neto desde el año 2003 ha sido del 33,5% y el peso del pasivo en igual periodo ha sido de 66,5%. No se han

tomado los datos de los años 2000 a 2002 pues distorsionarían un poco la actualidad del pasivo y del patrimonio neto, ya que en esos años específicos el patrimonio neto era muy superior al pasivo.

Para el cálculo del coste de financiación ajena es necesario dividir los gastos financieros entre la deuda con coste.

Tabla No 20.

RATIO COSTE DEUDA	2009	2010	PROMEDIO
Gastos Financieros	10.431	4.636	18.806
Pasivo con coste	184.441	101.868	138.418
Instrumentos Financieros	159	116	275
Deudas con entidades de crédito- LP	14.565	1.090	15.655
Deudas con entidades de crédito- CP	168.738	100.334	269.072
Otros pasivos financieros	979	328	1.307
COSTE DE LA DEUDA	5,66%	4,55%	5,11%

Fuente: Cuentas anuales del GRUPO ANTENA 3 S.A.

Elaboración propia

La tabla superior muestra las partidas del pasivo tomadas para determinar el pasivo con coste de los años 2009 y 2010. En el año 2009 el coste de la deuda del GRUPO ANTENA 3 S.A. fue del 5,66%, mientras que en el 2010 el coste de la deuda se ubicó en 4,55%. Encontrándose así en el año 2010 sobre el promedio histórico del EURIBOR a 1 año, 4,55% obtenido en el apartado 5.7.2.1. (Tipos de interés). El coste de la deuda tiende a estabilizarse, precisamente por la política de endeudamiento conservadora que ha permitido que en los últimos años disminuya el pasivo con coste.

A través del modelo CAPM, Capital Asset Price Model, se estima la rentabilidad exigida por los accionistas. La expresión utilizada es la siguiente:

$$K_e \text{ o } R_i = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Siendo β , la sensibilidad del rendimiento del título ante las variaciones del rendimiento del mercado; R_f , la rentabilidad del activo libre de riesgo y R_m , la rentabilidad del mercado.

Para el cálculo del coeficiente β se han considerado las siguientes empresas cotizadas:

- Mediaset
- Prisa
- Vertice 360
- Vocento

Las empresas seleccionadas cotizan en bolsa, operan en el mismo sector, los productos y/o las actividades desarrolladas son las mismas y adicionalmente todas operan principalmente en España; estas características concuerdan con las de nuestro Grupo Objetivo ANTENA 3.

Tabla No 21.

GRUPO ANTENA 3

ESTIMACIÓN DEL COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS



GRUPO ANTENA 3

EMPRESAS	BETA *	DEUDA NETA**	EQUITY**	TIPO	BETA DESAPALANCADA	PRORRATEO	PESO DE LA BETA
Mediaset	1,16	604.806	1.376.105	0,3	0,887	17,4%	0,154281393
Prisa	0,83	5.501.269	2.650.185	0,3	0,338	71,6%	0,242151826
Vertice 360	0,34	112.499	152.826	0,3	0,224	2,3%	0,005226916
Vocento	0,18	502.881	489.241	0,3	0,105	8,7%	0,00911832

* Beta a septiembre 20 de 2011

** Cifras a partir de cuentas anuales a diciembre 31 de 2010

PROMEDIO BETA	0,3886	PESOS BETA	0,4108
BETA "LÍQUIDA"	0,9286	BETA "LÍQUIDA" ²	0,9816

	OPC PROMEDIO	OPC PESO
BETA	0,9286	0,9816
Rentabilidad media IBEX 21/09/2011 (Rm)	15,25%	15,25%
Rentabilidad Activos libres de riesgo (Rf)- Bono español a 10 años (20/09/2011)	5,16%	5,16%
$K_e = R_f + B^*(R_m - R_f)$	14,53%	15,06%

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad exigida por los accionistas al considerar el promedio de las betas de las empresas seleccionadas es de 14,53%. Sin embargo buscando exactitud, se ha considerado el peso de su patrimonio en el total de la muestra, para de esta manera otorgar un peso adicional sobre las betas; de esta manera la rentabilidad exigida por los accionistas es de 15,06%. Para efectos de la estimación del coste medio ponderado de capital se tomará el 15,06%, como la rentabilidad exigida por los accionistas.

Para el año 2010 se ha empleado una tasa impositiva del 30%. De esta manera el Coste medio ponderado de capital será el siguiente:

Tabla No 22.

GRUPO ANTENA 3

ESTIMACIÓN DEL COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL



CMPC	%	HIPÓTESIS
Coste Financiación ajena	<u>5,10%</u>	Promedio entre 2009 y 2010
Coste de los recursos propios	<u>14,53%</u>	Opc.1 con promedio de B. Opc.2 con prorrateo de pesos de pasivo y patrimonio
CMPC	<u>7,24%</u>	
Tipo Impositivo	30%	
Inflación	<u>2,16%</u>	Promedio entre 2007 y 2010

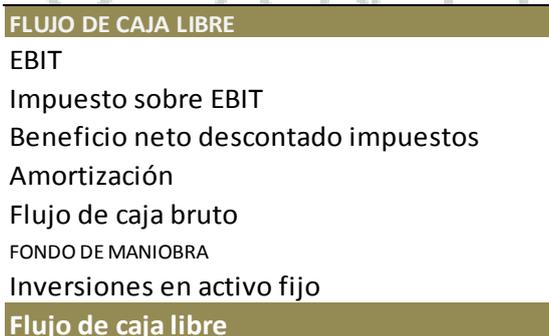
Fuente: Elaboración propia

El CMPC estimado es de 7,42%.

7.3. FLUJOS DE CAJA LIBRES

Como se ha visto en capítulos anteriores, para la determinación de los flujos de caja libres se ha de seguir la siguiente estructura:

Esquema No 7.



EBIT (Earnings before interests and taxes): Es el resultado de las actividades normales de la empresa antes de impuestos e intereses.

Impuesto sobre EBIT: Corresponde al 30% del impuesto de sociedades en territorio español, calculado sobre el EBIT.

Amortización: valor que amortiza la empresa sobre el inmovilizado bruto.

Fondo de maniobra: diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente.

Inversiones en activo fijo: inversiones en activo fijo que hará la compañía para seguir y/o mejorar sus procesos de producción.

Para la determinación de los flujos de caja proyectados, se han propuesto tres escenarios, por lo cual se obtendrán en paralelo tres valores de empresa. Los siguientes son los escenarios planteados para la valoración:

- **Escenario 1:** Fusión "LA SEXTA"
- **Escenario 2:** "Grupo Antena 3 Y Recuperación Económica"
- **Escenario 3:** Recesión Y Lenta Recuperación

Las hipótesis de cada uno de esos escenarios serán expuestas, en seguida.

7.3.1. ESCENARIO 1: Fusión "LA SEXTA"

Las hipótesis planteadas para este escenario en el período de valoración entre el año 2011 y 2018 se resumen en la siguiente tabla:

GRUPO ANTENA 3

Tabla No 23.

GRUPO ANTENA 3
HIPÓTESIS DE CRECIMIENTO



P&G	2011	2012	2013	2014
Ventas	Promedio de las ventas entre 2000 y 2010	Las ventas de "La Sexta" representan un 36% de las ventas del Grupo Antena 3. Se prevé un incremento un incremento del 36% en los ingresos del grupo	Ventas del año 2012 aumentadas en el promedio de los incrementos 2001 a 2010	Ventas del año 2013 aumentadas en el promedio de los incrementos 2001 a 2010 (1,22%)
Coste de Ventas	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010
Ingresos de Explotación	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año 2011 incrementados en la inflación e incrementados en un 30% por el efecto que pudiese tener la fusión	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Explotación	El promedio entre 2004 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año 2011 incrementados en la inflación e incrementados en un 30% por el efecto que pudiese tener la fusión	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Personal	Se prevé un decremento por la continuidad de la situación económica desfavorable	Incremento en los gastos de personal, proporcionales a los incrementos en ventas	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Amortización y deterioro	Promedio de las amortizaciones entre 2008 y 2010	Promedio de las amortizaciones entre 2000 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Ingresos Financieros	Promedio entre 2008 y 2010	Promedio entre 2009 y 2011 incrementado en un 36%	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos Financieros	Promedio entre 2009 y 2010	Promedio entre 2009 y 2011 incrementado en un 36%	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Impuesto de Sociedades	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%) compensando las pérdidas de "La Sexta"	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)

Fuente: Elaboración propia

P&G	2015	2016	2017	2018
Ventas	Se prevé una inversión que dará un aumento en las ventas de 12% el primer año, 10,5% en el segundo, 8,5% en el tercero y 5% en el cuarto año	Se prevé una inversión que dará un aumento en las ventas de 12% el primer año, 10,5% en el segundo, 8,5% en el tercero y 5% en el cuarto año	Se prevé una inversión que dará un aumento en las ventas de 12% el primer año, 10,5% en el segundo, 8,5% en el tercero y 5% en el cuarto año	Se prevé una inversión que dará un aumento en las ventas de 12% el primer año, 10,5% en el segundo, 8,5% en el tercero y 5% en el cuarto año
Coste de Ventas	Incremento a 46% de las Ventas en 2015	Decremento a 45% de las Ventas en 2016	El 45% de las Ventas en 2017	El 42% de las Ventas en 2018
Ingresos de Explotación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Explotación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Personal	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Amortización y deterioro	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.
Ingresos Financieros	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos Financieros	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Impuesto de Sociedades	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)

Fuente: Elaboración propia

Así las cosas, la proyección de los flujos de caja libres entre 2011 y 2018 quedarían de la siguiente manera:

Tabla No 24.

GRUPO ANTENA 3

FLUJOS DE CAJA LIBRE
PROYECCIÓN DESDE 2011 A 2018



GRUPO ANTENA 3

FLUJO DE CAJA LIBRE	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	133.928	199.414	198.031	196.548	211.705	287.258	343.202	421.489
Impuesto sobre EBIT	22.070	25.157	32.388	32.102	29.467	42.250	51.675	64.921
Beneficio neto descontado impuestos	111.859	174.257	165.643	164.446	182.238	245.008	291.526	356.569
Amortización	20.263	27.098	27.683	28.281	42.422	39.240	36.297	33.575
Flujo de caja bruto	132.121	201.355	193.326	192.727	224.660	284.248	327.824	390.144
FONDO DE MANIOBRA	54.077	56.006	58.004	60.072	62.215	64.434	66.732	69.112
Inversiones en activo fijo	6.166	6.509	6.872	7.254	300.000	7.658	8.085	8.535
Flujo de caja libre	111.940	180.412	171.593	170.173	103.318	260.097	302.760	364.132

* La inversión bruta proyectada se financiará con recursos propios en el porcentaje del año 2010 (39%) y con recursos ajenos (61%)

Fuente: Elaboración propia

A través del modelo de Gordon se estima el valor de continuación o valor residual del Grupo, obteniendo 3.354.114 (mil Eur).

Tabla No 25.

GRUPO ANTENA 3

VALORACIÓN DEL GRUPO

ESCENARIO 1: FUSIÓN CON LA SEXTA
(En miles de euros)



GRUPO ANTENA 3

Valor actual flujos de caja durante el periodo de proyección explícita mil EUR	1.157.046
Valor de continuación (VALOR RESIDUAL)	3.354.114
Valor de la empresa	4.511.160

Fuente: Elaboración propia

Al sumar el valor actual de los flujos de caja en el escenario de fusión, actualizados a la tasa del coste medio ponderado de capital de 7,42%, obtenemos un valor de la empresa de 4.511.160 (mil Eur).

7.3.2. ESCENARIO 2: Grupo Antena 3 Y Recuperación Económica

Las hipótesis planteadas para este escenario en el período de valoración entre el año 2011 y 2018 se resumen en la siguiente tabla:

Tabla No 26.

GRUPO ANTENA 3
HIPÓTESIS DE CRECIMIENTO



P&G	2011	2012	2013	2014
Ventas	Promedio de las ventas entre 2000 y 2010	Promedio de las ventas entre 2000 y 2011	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018
Coste de Ventas	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Se incrementa a un 46% de las ventas	Representa 45% de las ventas
Ingresos de Explotación	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año 2011 incrementados en la inflación	Las del año anterior incrementada en un 14% por la inversión y por el promedio de la inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en un 10,5% por la inversión y por el promedio de la inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Explotación	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Promedio desde el año 2005, incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Personal	Se prevé un decremento por la continuidad de la situación económica desfavorable	Los del año 2011 incrementados en la inflación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Amortización y deterioro	Promedio de las amortizaciones entre 2008 y 2010	Disminuido en la diferencia entre los años 2011 y 2010	Las del año anterior incrementadas un 30% por la inversión. Con efecto inflacionario.	Decremento anual del 5%
Ingresos Financieros	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año 2011 incrementados en la inflación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos Financieros	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año 2011 incrementados en la inflación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010 con coste financiero de la inversión	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Impuesto de Sociedades	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)

Fuente: Elaboración propia

P&G	2015	2016	2017	2018
Ventas	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018	Se prevé una inversión que incrementará las ventas en 2013 un 15%, en 2014 del 8%, en 2015 del 3%, del 5% en 2016 y del 2% en 2017 y en 2018
Coste de Ventas	Representa 45% de las ventas	Representa 42% de las ventas	Representa 42% de las ventas	Representa 42% de las ventas
Ingresos de Explotación	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Explotación	Disminuye a niveles de 2013	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos de Personal	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Amortización y deterioro	Decremento anual del 5%	Decremento anual del 5%	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.	Incremento de un 50% originado por la inversión. Decrementos del 8% anual.
Ingresos Financieros	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Gastos Financieros	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010	Las del año anterior incrementada en el promedio de inflación entre 2007 y 2010
Impuesto de Sociedades	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)

Fuente: Elaboración propia

Bajo estos supuestos, la proyección de los flujos de caja libres entre 2011 y 2018 quedaría de la siguiente manera:

Tabla No 27.

GRUPO ANTENA 3

FLUJOS DE CAJA LIBRE
PROYECCIÓN DESDE 2011 A 2018



GRUPO ANTENA 3

MILES DE EUROS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	132.310	138.342	151.677	197.954	221.937	275.028	277.367	279.588
Impuesto sobre EBIT	21.960	22.977	23.547	31.446	35.511	44.566	44.922	45.257
Beneficio neto descontado impuestos	110.351	115.365	128.130	166.508	186.426	230.462	232.445	234.331
Amortización	20.263	19.147	32.359	30.741	29.204	27.744	26.357	25.039
Flujo de caja bruto	130.613	134.513	160.489	197.249	215.630	258.206	258.801	259.370
FONDO DE MANIOBRA	54.077	56.006	58.004	60.072	62.215	64.434	66.732	69.112
Inversiones en activo fijo	6.166	6.509	6.872	7.254	133.000	7.658	8.085	8.535
Flujo de caja libre	110.432	113.570	138.755	174.695	150.233	234.055	233.738	233.358

* La inversión bruta proyectada se financiará con recursos propios en el porcentaje del año 2010 (39%) y con recursos ajenos (61%)

Fuente: Elaboración propia

A través del modelo de Gordon se estima el valor de continuación o valor residual del Grupo, obteniendo 2.149.522 (mil Eur).

Tabla No 28.

GRUPO ANTENA 3

VALORACIÓN DEL GRUPO

ESCENARIO 2: GRUPO ANTENA 3
(En miles de euros)



GRUPO ANTENA 3

Valor actual flujos de caja durante el periodo de proyección explícita mil EUR	974.905
Valor de continuación (VALOR RESIDUAL)	2.149.522
Valor de la empresa	3.124.427

Fuente: Elaboración propia

Al sumar el valor actual de los flujos de caja en el escenario denominado Grupo Antena y recuperación económica, actualizados a la tasa del coste medio ponderado de capital de 7,42%, obtenemos un valor de la empresa de 3.124.427 (mil Eur).

7.3.3. ESCENARIO 3: Recesión y lenta recuperación

Las hipótesis planteadas para este escenario en el período de valoración entre el año 2011 y 2018 se resumen en la siguiente tabla:

Tabla No 29.

GRUPO ANTENA 3
HIPÓTESIS DE CRECIMIENTO



P&G	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	Promedio de las ventas entre 2000 y 2010	Promedio de las ventas entre 2001 y 2011	Promedio de las ventas entre 2002 y 2012	Promedio de las ventas entre 2003 y 2013	Promedio de las ventas entre 2004 y 2014	Promedio de las ventas entre 2005 y 2015	Promedio de las ventas entre 2006 y 2016	Promedio de las ventas entre 2007 y 2017
Coste de Ventas	Promedio del porcentaje del coste de ventas sobre las ventas entre 2000 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010							
Ingresos de Explotación	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año anterior incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010						
Gastos de Explotación	El promedio entre 2004 y 2010 incrementado en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año anterior incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010						
Gastos de Personal	Se prevé un decremento por la continuidad de la situación económica desfavorable	Los del año anterior incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010						
Amortización y deterioro	Incremento de un 15% originado por la renovación de inmovilizado	Decrementos del 5% anuales						
Ingresos Financieros	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año anterior incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010						
Gastos Financieros	Los del año 2010 incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010	Los del año anterior incrementados en la inflación promedio entre 2007 y 2010						
Impuesto de Sociedades	Se aplica el efecto fiscal obtenido en el estudio de la rentabilidad económica (17,1%)							

Fuente: Elaboración propia

La proyección de los flujos de caja libres entre 2011 y 2018 sería la siguiente:

Tabla No 30.

GRUPO ANTENA 3
FLUJOS DE CAJA LIBRE
PROYECCIÓN DESDE 2011 A 2018



MILES DE EUROS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	132.310	130.183	127.787	139.106	135.589	122.600	108.565	93.350
Impuesto sobre EBIT	21.960	21.581	21.156	23.077	22.460	20.221	17.803	15.182
Beneficio neto descontado impuestos	110.351	108.602	106.632	116.029	113.129	102.379	90.763	78.168
Amortización	20.263	19.147	22.019	20.918	19.873	18.879	17.935	17.038
Flujo de caja bruto	130.613	127.750	128.651	136.947	133.001	121.258	108.698	95.206
FONDO DE MANIOBRA SIN EFECTIVO Y EQUIVALENTES (ACTIVO Y PASIVO)	54.077	56.006	58.004	60.072	62.215	64.434	66.732	69.112
Inversiones en activo fijo	6.166	73.009	6.299	6.650	7.020	7.020	7.411	7.824
Inversión bruta *	20.182	43.220	21.542	22.352	23.194	23.937	24.838	25.774
Flujo de caja libre	110.432	84.529	107.110	114.595	109.808	97.321	83.860	69.433

* La inversión bruta proyectada se financiará con recursos propios en el porcentaje del año 2010 (39%) y con recursos ajenos (61%)

Fuente: Elaboración propia

El valor de continuación o valor residual del Grupo obtenido a través del modelo de Gordon para este escenario sería de 639.565 (mil Eur).

Tabla No 31.

GRUPO ANTENA 3



GRUPO ANTENA 3

VALORACIÓN DEL GRUPO

ESCENARIO 3: GRUPO ANTENA 3 - RECESIÓN Y RECUPERACIÓN LENTA
(En miles de euros)

Valor actual flujos de caja durante el periodo de proyección explícita mil EUR	578.582
Valor de continuación (VALOR RESIDUAL)	639.565
Valor de la empresa	1.218.147

Fuente: Elaboración propia

Al sumar el valor actual de los flujos de caja en el escenario de recesión y recuperación lenta, actualizados a la tasa del coste medio ponderado de capital de 7,42%, obtenemos un valor de la empresa de 1.218.147 (mil Eur).

GRUPO ANTENA 3

8. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN

Para determinar la validez de las estimaciones realizadas a través del método del descuento de los flujos de caja, desarrollada en el apartado anterior, bajo los tres escenarios propuestos, se procedió a calcular el valor del Grupo Antena 3 por medio del método de los múltiplos de comparación.

Como se ha mencionado en capítulos anteriores, este método emplea datos históricos y no se basa en la fijación de hipótesis.

Para la valoración a través de este método, se han seleccionado las siguientes empresas cotizadas:

- Mediaset
- Prisa
- Vertice 360
- Vocento

Las empresas seleccionadas cotizan en bolsa, operan en el mismo sector, los productos y/o las actividades desarrolladas son las mismas y adicionalmente todas operan principalmente en España; estas características concuerdan con las de nuestro Grupo Objetivo ANTENA 3.

8.1. TELECINCO

TELECINCO se constituyó el 10 de Marzo de 1989 e inició sus emisiones en prueba el 3 de Marzo de 1990.

La línea principal de actividad del grupo TELECINCO es la explotación del espacio publicitario de la cadena de televisión que opera. Desde el comienzo de sus operaciones ha mantenido una separación formal entre la actividad televisiva, desarrollada por TELECINCO de forma directa como concesionario, y la de explotación del espacio publicitario, que lleva a cabo la filial PUBLIESPAÑA.

Hasta marzo de 2004, TELECINCO y PUBLIESPAÑA estaban participadas por los mismos socios y en la misma proporción. En marzo de 2004 se procedió a la integración de PUBLIESPAÑA en TELECINCO mediante una ampliación de capital de la última, suscrita por sus socios mediante la aportación de las acciones de PUBLIESPAÑA.

Fuente:<http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?menu=2&enlace=/esp/empresas/clasificacion.htm> – Fecha de consulta: 03/08/2011

8.2. PRISA

El grupo Prisa es uno de los más importantes grupos independientes de comunicación en español y el primero en España, en el que se integran empresas líderes en sus respectivos sectores de actividad. El lanzamiento del País Digital fue el primer paso del Grupo dentro de la profunda transformación tecnológica que atraviesa el sector de medios de comunicación, con nuevos soportes, nuevos canales de distribución y acceso a la información, el ocio, la educación y la cultura. Previamente a la salida a Bolsa del Grupo Prisa se creó Prisacom, que integró el conjunto de las actividades digitales de las empresas del Grupo, al tiempo que entraba la editorial Santillana, lo cual supuso un importante salto en la internacionalización del Grupo y en la extensión geográfica de sus mercados.

Fuente:<http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?menu=2&enlace=/esp/empresas/clasificacion.htm> – Fecha de consulta: 03/08/2011

8.3. VOCENTO

El Grupo cuenta con catorce cabeceras de referencia: el diario nacional ABC; el diario gratuito Qué!; y los regionales El Correo, El Diario Vasco, El Diario Montañés, La Verdad, Ideal, Hoy, Sur, La Rioja, El Norte de Castilla, El Comercio, La Voz de Cádiz y Las Provincias, lo que convierte a Vocento en un grupo líder en todo el territorio

gracias a marcas consolidadas tanto en prensa como en soporte digital. La audiencia de los diarios de Vocento supera los 5,4 millones de lectores y la difusión próxima a los 1,7 millones de ejemplares, según datos de EGM* y OJD**, respectivamente.

Asimismo, Vocento despliega su dominio del mercado de la información con revistas y suplementos que son líderes absolutos en su ámbito de actuación (XL Semanal, Mujer Hoy, Pantalla Semanal, Mujer Hoy Corazón, Mi Cartera de Inversión) que encuentran un aliado fundamental en los portales verticales y temáticos del Grupo. Estas sinergias sitúan a Vocento como uno de los grupos de comunicación con mayor peso en Internet, con más de 20 millones de usuarios únicos, según Nielsen Site Census de diciembre 2008.

Vocento está presente en el sector audiovisual a través de las actividades que desarrolla en Net TV (licencia nacional de TDT) que incluye los canales Disney e Intereconomía; televisiones autonómicas y locales; Punto Radio, y Veralia, sociedad que agrupa al Grupo Europroducciones, BocaBoca, Videomedia, Hillvalley y TriPictures, dedicados a la producción audiovisual y la distribución cinematográfica, respectivamente.

Fuente: http://www.vocento.com/vocento_perfil.php - Fecha de consulta: 03/08/2011

8.4. VÉRTICE 360

Vértice 360º es un grupo audiovisual especializado en la producción y postproducción de contenidos para cine y televisión, la prestación integral de servicios técnicos y equipamiento para la producción audiovisual y publicitaria, la transmisión de canales y eventos en directo, la generación de espectáculos en vivo y el desarrollo de soluciones interactivas para nuevas plataformas. El Grupo Vértice 360º está integrado por compañías de gran prestigio dentro de la industria audiovisual como Videoreport, Lavinia, Telson, Vértice Cine, Notro TV o PowWow y

está presente en España, Francia, Bélgica, Alemania, Argentina y Estados Unidos.
Vértice 360º cotiza en Bolsa desde Diciembre de 2007.

Fuente: <http://www.vertice360.com/> - Fecha de consulta: 03/10/2011

Principales magnitudes de las empresas comparables a cierre del ejercicio 2010:

Gráfico No 56.

Beneficio neto (millones de Eur)

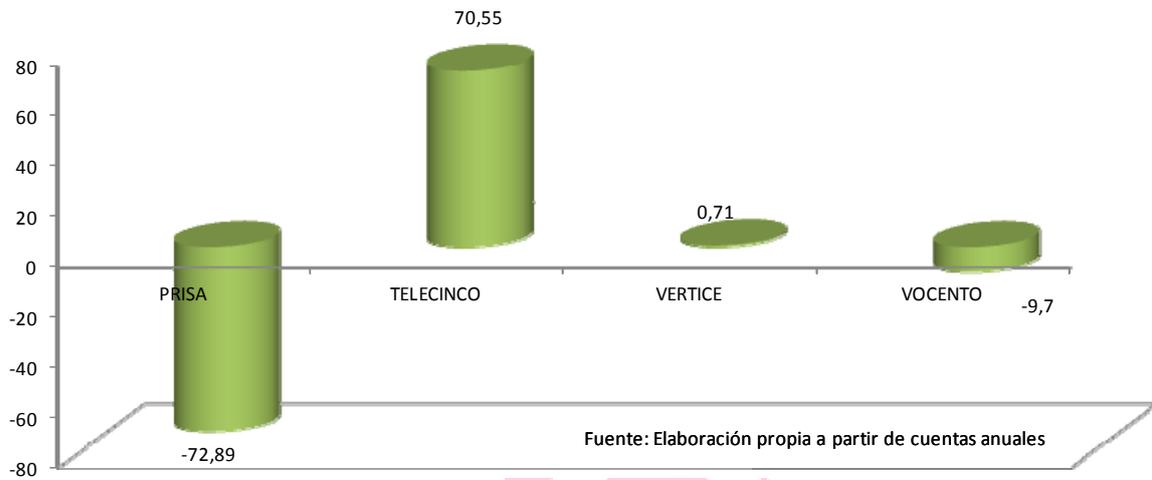


Gráfico No 57.

Ebitda (millones de Eur)

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales

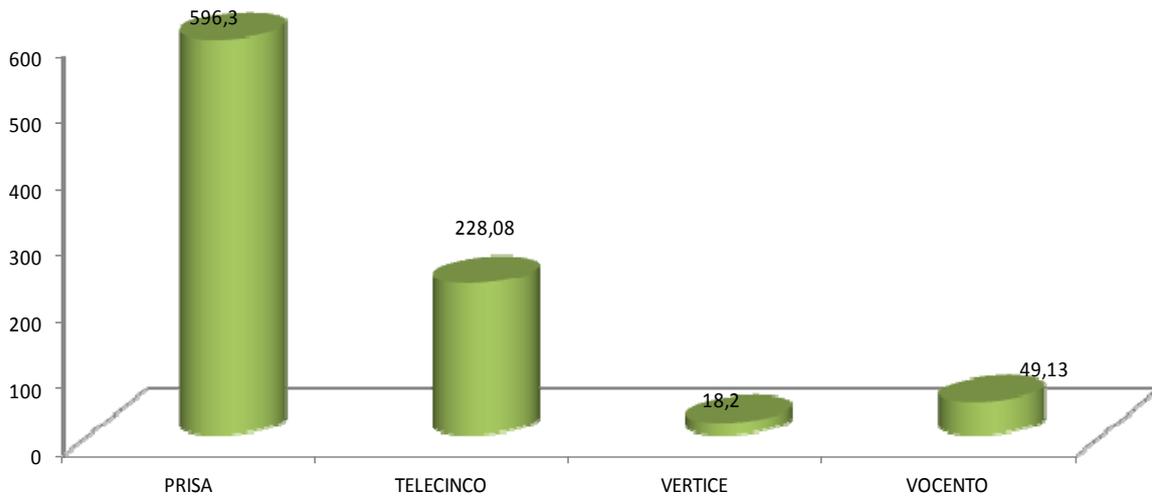
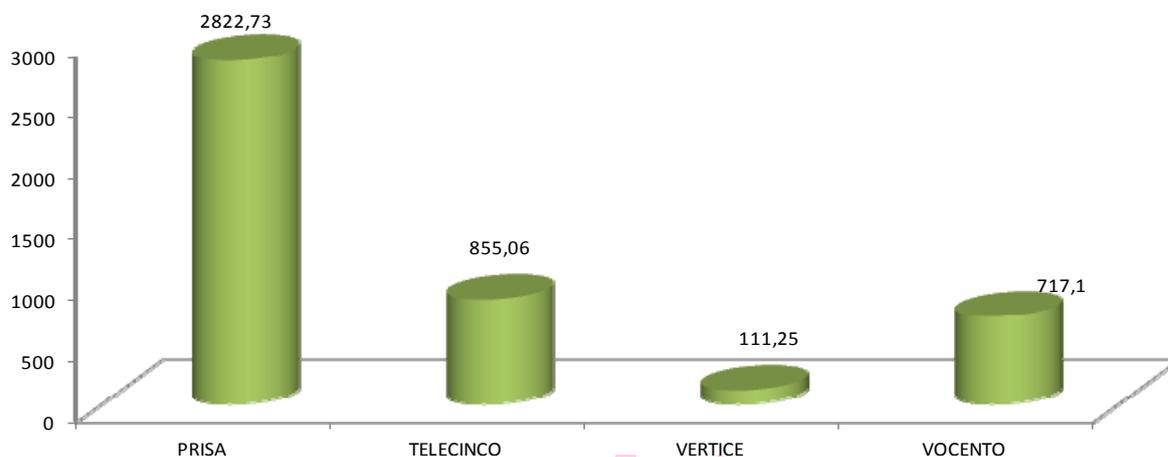


Gráfico No 58.

Ventas tot. (Millones de Eur)

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales



8.5. MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN

Los múltiplos de comparación escogidos para la valoración son los siguientes:

- **PER:** Este ratio relaciona el precio de las acciones de una compañía con sus beneficios. Indica el número de veces que el beneficio neto está contenido en el precio de una acción.
- **P/S:** Se calcula relacionando la capitalización con los ingresos de la compañía en el más reciente año.
- **EV/EBITDA:** Es la relación entre el valor del negocio y el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones.
- **EV/EBIT:** Este ratio relaciona el valor del negocio con el beneficio antes de impuestos e intereses.

- **EV/VENTAS:** Relaciona el valor del negocio con sus ingresos. Este ratio indica el número de veces que las ventas de la compañía se están pagando con el valor actual del negocio.

Tabla No 32.

GRUPO ANTENA 3	
MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN	
MÚLTIPLOS	CÁLCULO
PER	Precio/Beneficio
PCF	Precio/Cash Flow
EV/EBIT	Valor del negocio/Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones
EV/EBITDA	Valor del negocio/Beneficio antes de intereses, impuestos
EV/VENTAS	Valor del negocio/Ventas



Fuente: Elaboración propia

Con base en la información de las cuentas anuales de cada empresa comparable y teniendo en cuenta los datos depositados en las páginas web www.economista.es y bolsa.elperiodico.com se ha elaborado el siguiente resumen del año 2010:

GRUPO ANTENA 3

Tabla No 33.

GRUPO ANTENA 3
MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN
AÑO 2010



EMPRESAS COTIZADAS	PER	P/S	2010		
			EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/VENTAS
Prisa	0,00	0,24	9,95	14,50	2,10
Mediaset	13,49	3,21	14,30	14,16	3,81
Vocento	0,00	0,61	17,71	328,94	1,21
Vértice	40,94	0,57	9,28	52,32	1,52
Mínimo	13,49	0,24	9,28	14,16	1,21
Máximo	40,94	3,21	17,71	14,50	3,81

Fuente: elaboración propia a partir de las cifras de Cuentas anuales de las empresas cotizadas
<http://www.eleconomista.es>
<http://bolsa.elperiodico.com>

Para determinar los mínimos y los máximos de cada ratio se han tenido las siguientes consideraciones:

Dado que dos de las cuatro compañías comparables presentan un ratio PER igual a 0 (cero), no se han tenido en cuenta. (Grupo Prisa y Vocento).

En el ratio EV/EBITDA no se han tomado en cuenta los valores más altos pues distorsionarían el resultado (Vocento 360 y Vértice).

Las cifras del Grupo Antena 3 que sirven para el cálculo del Valor por este método son las siguientes:

Tabla No 34.

GRUPO ANTENA 3
MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN
AÑO 2010



GRUPO ANTENA 3 (MIL EUR)	BENEFICIO NETO	VENTAS	EBIT	EBITDA	DEUDA NETA*
2010	109.129	773.323	135.570	156.948	221.084

* Deuda neta= Pasivo-Efectivo-realizable-Inversiones Financieras

Fuente: elaboración propia a partir de las cifras de las cuentas anuales del Grupo Antena 3

Los ratios de las empresas comparables aplicados al Grupo Antena 3 muestran los siguientes rangos:

Tabla No 35.

GRUPO ANTENA 3
MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN
AÑO 2010



GRUPO ANTENA 3 (MIL EUR)	PER	P/S	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/Ventas
Mínimo	1.472.150	185.598	1.258.090	2.222.384	935.721
Máximo	4.467.741	2.482.367	2.400.945	2.275.746	2.946.361

GRUPO ANTENA 3 (MIL EUR)	PER+Deuda neta	P/S+Deuda neta	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/Ventas
Mínimo	1.693.234	406.682	1.258.090	2.222.384	935.721
Máximo	4.688.825	2.703.451	2.400.945	2.275.746	2.946.361

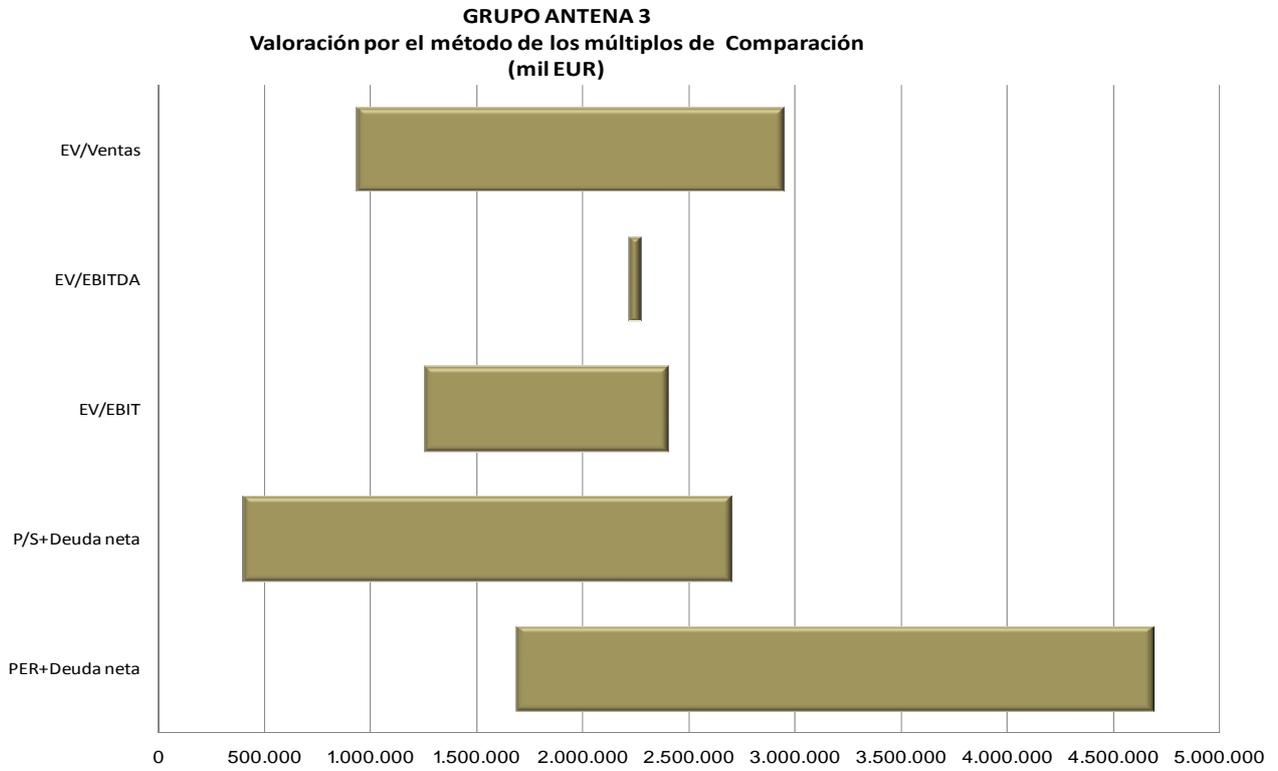
Fuente: elaboración propia a partir de las cifras de Cuentas anuales de las empresas cotizadas
<http://www.eleconomista.es>
<http://bolsa.elperiodico.com>

En la parte inferior de la tabla anterior se observan los mismos ratios aplicados al Grupo Antena 3, pero considerando el efecto de la deuda neta.

Para poder identificar los rangos obtenidos en la valoración por el método de los múltiplos de comparación se presenta el siguiente gráfico:

GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 59.



GRUPO ANTENA 3

9. CONTRASTACIÓN DE RESULTADOS

Como se ha dicho anteriormente, la valoración por descuento de los flujos de caja proporciona un valor concreto de la empresa, en tanto que el método de valoración por múltiplos proporciona un intervalo en el cual se puede ubicar el valor de la empresa. Un valor no tan exacto como el que se halla bajo el método de valoración por descuento de los flujos de caja, pero que permite determinar la consistencia del éste.

Los tres escenarios propuestos permitieron determinar igual número de valores para el Grupo Antena 3, de la siguiente manera:

Tabla No 28.

GRUPO ANTENA 3

VALORACIÓN DEL GRUPO
ESCENARIO 2: GRUPO ANTENA 3
(En miles de euros)



	FUSIÓN LA SEXTA	GRUPO ANTENA 3 Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA	RECESIÓN Y LENTA RECUPERACIÓN
Valor actual flujos de caja durante el periodo de proyección explícita mil EUR	1.157.046	974.905	578.582
Valor de continuación (VALOR RESIDUAL)	3.354.114	2.149.522	639.565
Valor de la empresa	4.511.160	3.124.427	1.218.147

Fuente: Elaboración propia

Los intervalos obtenidos para los ratios bursátiles aplicados a nuestra empresa objetivo, en el método de valoración por múltiplos fueron los siguientes:

Tabla No 35.

GRUPO ANTENA 3
MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN
AÑO 2010



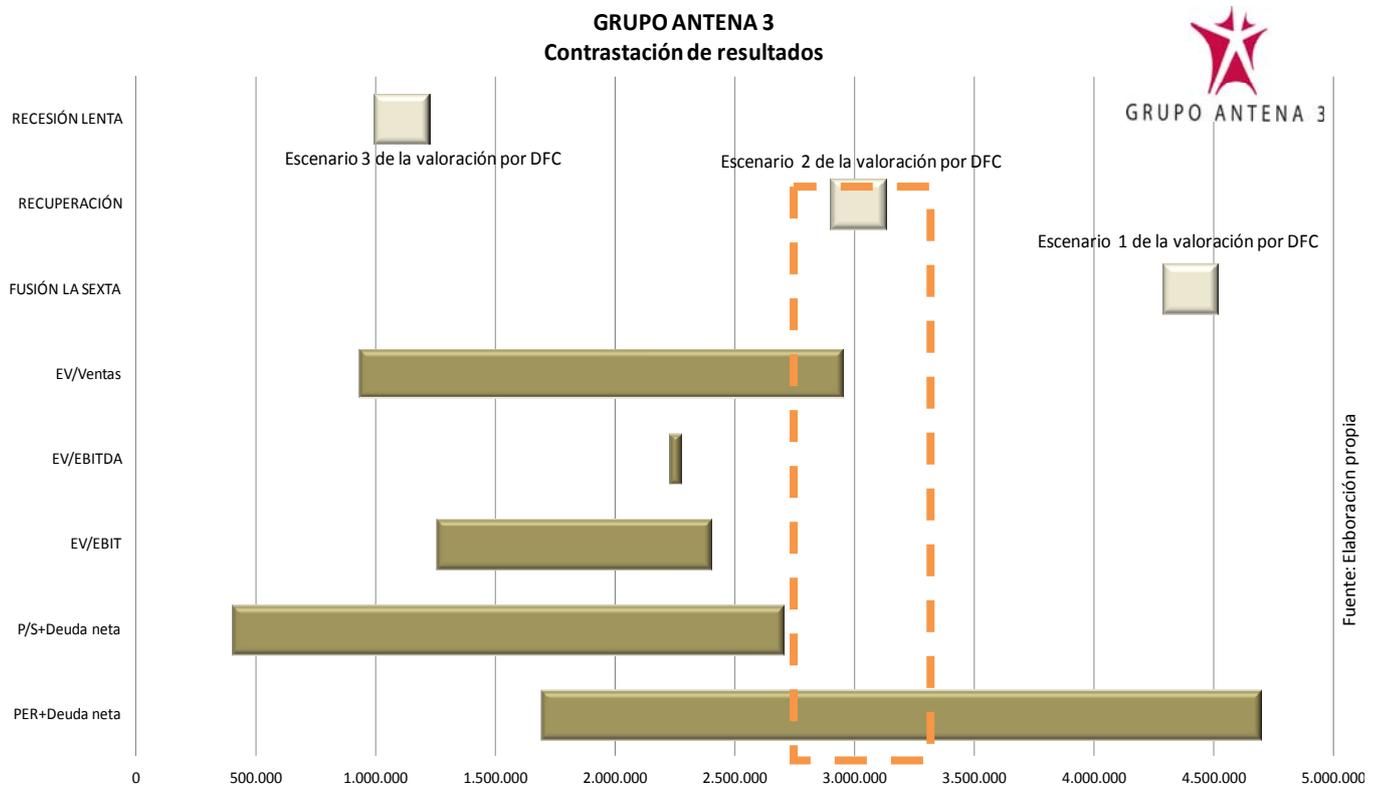
GRUPO ANTENA 3 (MIL EUR)	<i>PER+Deuda neta</i>	<i>P/S+Deuda neta</i>	<i>EV/EBIT</i>	<i>EV/EBITDA</i>	<i>EV/Ventas</i>
Mínimo	1.693.234	406.682	1.258.090	2.222.384	935.721
Máximo	4.688.825	2.703.451	2.400.945	2.275.746	2.946.361

Fuente: elaboración propia a partir de las cifras de Cuentas anuales de las empresas cotizadas
<http://www.eleconomista.es>
<http://bolsa.elperiodico.com>

Al contrastar las cifras obtenidas en la valoración por múltiplos con las cifras de los tres escenarios propuestos en la valoración por el método de los descuentos de flujos de caja, es factible que el Valor de la Empresa bajo el escenario dos (2) denominado “Grupo Antena 3 y Recuperación Económica”, esté dentro del rango de valor de la empresa obtenido a través de la valoración por múltiplos.

GRUPO ANTENA 3

Gráfico No 60.



Se estima que el valor del Grupo Antena 3 podría encontrarse entre 2.700.000 (mil Eur) y 3.300.000 (mil Eur). El intervalo se destaca en la figura anterior por la línea segmentada de color naranja. El intervalo indicado es el punto en el que se solapan 3 de los 5 ratios utilizados y el escenario número dos de la valoración DFC.

Cabe destacar que la decisión final del valor depende de quién sea el encargado de tomarla y de cuáles sean sus intereses. A pesar de que hay una mayor objetividad en los resultados por el método de valoración por múltiplos, el resultado de los análisis depende de las empresas con las que se compare, pues no existen dos empresas iguales y las cifras obtenidas diferirán según se utilice una u otra.

10. CONCLUSIONES

Partiendo de los objetivos planteados, se concluye de manera general que:

- El televisor es el principal equipamiento que hay en los hogares españoles, pues un 99,6% de los hogares cuenta, al menos, con un receptor, superando la tenencia de frigorífico (99,4%), la radio (96,3%) y el teléfono (95,2%). Esta cantidad de receptores de televisión ilustra la importancia que tiene para los españoles, más si tenemos en cuenta que hay un 60% de hogares con dos o más televisores, lo que fragmenta la clásica “audiencia familiar”. Por este motivo y por la fragmentación del mercado desde el año 1998 el share medio ó cuota de pantalla del Grupo Antena 3 viene disminuyendo paulatinamente. Las cifras en 1998 mostraban una participación del 22,80% mientras que en 2010 ha descendido hasta el 15,80%.
- La evolución que ha tenido el importe neto de la cifra de negocios por el impacto de la crisis económica es negativa partiendo desde el año 2007 con 1.015.876.000 euros hasta los 703.895.000 euros del año 2009. En el año 2010, el grupo tuvo un incremento en su cifra de negocios respecto al año 2009, pasando de 703.895.000 euros a 807.715.000 euros. Este incremento en la cifra de negocios del Grupo Antena 3 y en general del resto de operadores privados, obedece a la reducción de los espacios publicitarios de TVE. Este cambio regulatorio viene a ofrecer a las cadenas privadas un escenario completamente distinto y de consolidación.
- Algunos estudios auguran una evolución favorable para la publicidad por televisión entre 2011 y 2015. Existe confianza para la recuperación en el

mercado publicitario por televisión que había venido en decremento entre 2007 y 2009. Esta proyección beneficiaría al GRUPO ANTENA 3, que tiene empresas en cada uno de los medios que emiten publicidad.

- Desde el año 2008 se viene hablando de una eventual fusión entre el Grupo Antena 3 y La Sexta, sin llegar a un feliz término. Algunos factores que han permitido que se restablezcan las opciones de fusión en 2011, han sido:

- La profundidad y duración de la crisis.
- La caída en el primer semestre de 2011 de los ingresos publicitarios de La Sexta; pasando del 13% al 11% en el mercado.
- La debilidad financiera de La Sexta y la presión que ejerce Televisa como accionista para que se efectúe la venta al Grupo Antena 3.
- Antena 3 tiene la posibilidad de adquirir una marca valorada como La Sexta y la posibilidad de explotar los contenidos de cuatro canales. Además, la cadena participada por MediaPro es propietaria de los derechos televisivos de la Liga de Fútbol durante, al menos, las dos próximas temporadas, así como del campeonato de Fórmula 1, unos contenidos a los que Antena 3 nunca habría accedido sin esta operación.
- Competirían como grupo por el liderazgo en facturación y audiencia frente a MediaSet (Telecinco y Cuatro). Habría Duopolio en el mercado televisivo pues la “torta publicitaria” estaría en manos de MediaSet y el grupo Antena 3- La Sexta.

- La sociedad ha recuperado autonomía en los últimos tres ejercicios. Se observa una disminución del pasivo corriente desde el año 2008. Cabe destacar que por esta composición, se puede deducir que la sociedad no tiene políticas para endeudamiento en el largo plazo ó que se está

preparando para una gran inversión. El ratio de endeudamiento del año 2010, indica que el peso de la deuda sobre el total del pasivo y patrimonio neto es del 61%. El intervalo óptimo en el cuál se debe ubicar este ratio es del 40% al 60%. Podemos decir que el GRUPO ANTENA 3 se encuentra sobre este límite. Se observa una evolución favorable desde el año 2006, por lo que se concluye que el Grupo ha recuperado autonomía. Las cifras evolutivas son alentadoras y esto quiere decir que el Grupo Antena 3 va en búsqueda de la financiación propia más que de la externa ó que bien se está preparando para una gran inversión en la próxima década. Se concluye de manera general que el menor endeudamiento del GRUPO ANTENA 3 ha repercutido en una mayor autonomía.

- De las cuentas anuales del Grupo Antena 3, se extrae el siguiente texto: “La Sociedad presenta a 31 de diciembre de 2010 un fondo de maniobra negativo. No obstante, los Administradores de la Sociedad estiman que los flujos de caja generados por el negocio y las líneas de financiación disponibles permiten hacer frente a los pasivos a corto plazo”.
- El beneficio del Grupo en el año 2010 es de 109.129 miles de euros en el año 2010. La administración del Grupo, considera que mantiene el control ya que aún en los tiempos de crisis han obtenido beneficios de las actividades a través del establecimiento de políticas financieras y operativas.
- El rendimiento económico del año 2010 es de 17,3%. Esta cifra es favorable para la empresa ya que es superior al coste de financiación ajena.
- El rendimiento financiero del GRUPO ANTENA 3 en el año 2010 es del 35,9%. Esto en primera instancia es bueno pues el riesgo asumido por los socios es compensado, ya que en inversiones en activos libres de riesgo habrían obtenido rentabilidades inferiores a las logradas. Muestra de ello es que

cada año la sociedad anuncia reparto de dividendos, muy a pesar de la disminución de sus beneficios.

- Para obtener el valor del Grupo a través del método del descuento de los flujos de caja fijaron tres escenarios, con hipótesis variables. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

ESCENARIO	VALOR DE LA EMPRESA (mil EUR)
Fusión La Sexta	4.511.160
Grupo Antena 3 y Recuperación Económica	3.124.427
Recesión y lenta recuperación	1.218.147

- La valoración por el método de los múltiplos de comparación arrojó los siguientes rangos o intervalos para los ratios utilizados:

(MIL EUR)	<i>PER+Deuda neta</i>	<i>P/S+Deuda neta</i>	<i>EV/EBIT</i>	<i>EV/EBITDA</i>	<i>EV/Ventas</i>
Mínimo	1.693.234	406.682	1.258.090	2.222.384	935.721
Máximo	4.688.825	2.703.451	2.400.945	2.275.746	2.946.361

- **Por tal motivo, es factible que el valor del Grupo Antena 3 esté entre 2.700.000 (mil Eur) y 3.300.000 (mil Eur).** Se ha seleccionado este rango pues en el coinciden 3 de los 5 ratios utilizados además del escenario número dos de la valoración DFC llamado “Grupo antena 3 y Recuperación Económica” cuyo valor fue 3.124.427 (mil Eur).

Finalmente agregar que son los vendedores y los compradores los que decidirán qué precio estarían dispuestos a comprar o a vender la compañía. El presente estudio de valoración tiene como utilidad principal servir de guía a estos actores en una correcta toma de decisiones.

11. BIBLIOGRAFÍA

- Análisis Económico De La Televisión En España -2007 Deloitte S.L.
- Análisis Económico De La Televisión En España -2008 Deloitte S.L.
- Apuntes. Asignatura Mercados Financieros y Valoración de Empresas (Ismael Moya Clemente, Ana Blasco Ruíz y Roberto Cervelló Royo). Universidad Politécnica de Valencia.
- Cuentas Anuales (2010)- Antena 3 de televisión y sociedades dependientes.
- Cuentas Anuales (2004-2010)- Antena 3 de televisión y sociedades dependientes.
- IRIMIA DIÉGUEZ, A. I.; JIMÉNEZ CABALLERO, J. L.; RUIZ MARTÍNEZ, R. J. (2003) La creación de valor para el accionista. Pág. 13. España. Editorial Dossat 2000
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, P.; ARAGÓN LÓPEZ, R. (2003) Valoración de Empresas asociadas a la nueva economía. Pág. 23. Madrid. Editorial Pirámide.
- SÁNCHEZ-TABERNERO, ALFONSO. 2009. La Televisión en España. Universidad de Navarra.
- SANJURJO, M.; REINOSO M. (2003) Guía de valoración de empresas. PWC. Segunda edición. Prentice Hall.
- Segundo Informe Económico de la Televisión Pública en España 2008-DELOITTE.

- Sosa Cabrera, Silvia. 2003. Tesis Doctoral La Génesis y el Desarrollo del Cambio Estratégico: Un Enfoque Dinámico Basado en el Momentum Organizativo.

11.1 CONSULTAS ON-LINE DE TEXTOS Y/O DOCUMENTOS.

- Bolsa de Madrid (2010). “Ficha de empresa” (On line) Fecha Consulta: 12/08/2011<http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?menu=3&enlace=/esp/mercados/acciones/accind1_1.htm>.
- E-Valora Financial services (2008). Manual de valoración de empresas. (On line) <http://www.evalora.com/he_manual.php> fecha de consulta: 06/03/2010.
- Fernández Galiano. UTECA. Fecha de Consulta: 29/08/2010. (On line <[HTTP://WWW.UTECA.COM/UTECA_CONTENIDOS/DOCUMENTOS/05_UTECA_A_A_FDEZ_GALIANO.PDF](http://WWW.UTECA.COM/UTECA_CONTENIDOS/DOCUMENTOS/05_UTECA_A_A_FDEZ_GALIANO.PDF)>).
- Grupo Antena 3 (2010). “Dónde Estamos” (On line) <http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/localizanos/es>> Fecha de consulta: 12/08/2010
- Grupo Antena 3 (2010). “Quienes somos” (On line) <<http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/quienes-somos/es>> Fecha Consulta: 12/08/2011.
- Grupo Antena 3 (2010). “Grupo Antena 3- Empresas (On line) <http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/detalle_empresa/es> Fecha Consulta: 12/08/2010, 26/08/2011.
- Grupo Antena 3 (2011). “Grupo Antena 3- Descripción del capital social de Antena 3 televisión (On line) <<http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/mostrarContenido.do?titulo=Descripcion-del-capital->

social&idContenido=2774512&tipoContenido=12&headingTitle=ACCIONISTA
S+E+INVERSORES&opcLeft=accionistasInversores_accionariado_accion&lang
uage=1> Fechas de Consulta: 12/08/2010, 26/08/2011.

- <http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?menu=2&enlace=/esp/empresas/clasificacion.htm> – Fecha de consulta: 03/08/2011.
- <http://www.vertice360.com/> - Fecha de consulta: 03/10/2011.
- <http://www.eleconomista.es/>
- <http://es.finance.yahoo.com/>
- <http://www.cotizalia.com/>
- <http://bolsa.elperiodico.com/>
- <http://www.vocento.com/>
- <http://www.prisa.com>
- <http://www.telecinco.es/>



GRUPO ANTENA 3

12. ANEXOS

- Cuentas anuales 2000-2010 (Grupo Antena 3)



GRUPO ANTENA 3

cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2010.

BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2010 Y 2009 (miles de euros)

	NOTAS	2010	2009		NOTAS	2010	2009
ACTIVO				PASIVO			
Fondo de comercio	4	175.879	175.879	Capital social	10-a	158.335	158.335
Otros activos intangibles	5	56.613	69.805	Reservas indisponibles	10-b	40.282	40.282
Inmovilizado material	6	61.132	62.475	Ganancias acumuladas		224.034	161.100
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	7	9.541	13.662	Acciones propias	10-d	(78.650)	(78.650)
Activos por impuestos diferidos	20-d	49.560	58.091	Dividendos a cuenta	10-e	(40.111)	(16.045)
Otros activos no corrientes	7	854	893	PATRIMONIO ATRIBUIDO A TENEDORES DE INSTRUMENTOS DE LA DOMINANTE		303.890	265.022
Instrumentos financieros	13-a	123	92	Intereses minoritarios	10-f	-	(4)
ACTIVOS NO CORRIENTES		353.702	380.887	PATRIMONIO NETO		303.890	265.018
Derechos de programas	8	169.100	181.990	Instrumentos financieros	13-a	116	159
Existencias		2.172	2.389	Deudas con entidades de crédito	12	1.090	14.565
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9	252.935	221.841	Provisiones	11	-	28
Activos financieros corrientes	13-a	807	480	Otros pasivos no corrientes	11	1.024	2.568
Activos por impuestos corrientes	20-d	364	4.751	PASIVOS NO CORRIENTES		2.230	17.320
Otros activos corrientes		2.145	620	Deudas con entidades de crédito	12	100.334	168.738
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes		1.581	3.122	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14	256.051	228.178
ACTIVOS CORRIENTES		429.104	415.193	Otros pasivos financieros	13-a y b	328	979
ACTIVOS NO CORRIENTES MANTENIDOS PARA SU VENTA Y OPERACIONES INTERRUMPIDAS	3-e	23	24	Provisiones	11	93.413	90.605
TOTAL ACTIVO		782.829	796.114	Pasivos por impuestos corrientes	20-d	13.519	11.176
				Otros pasivos corrientes	11	13.864	14.044
				PASIVOS CORRIENTES		476.709	513.720
				PASIVOS DIRECTAMENTE ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES MANTENIDOS PARA SU VENTA Y OPERACIONES INTERRUMPIDAS	3-e	-	56
				TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		782.829	796.114

Las Notas 1 a 26 descritas en la Memoria forman parte integrante de los Balances de Situación Consolidados a 31 de diciembre de 2010 y 31 de diciembre de 2009.

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA CORRESPONDIENTE A LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 Y 2009

MILES DE EUROS	NOTAS	2010	2009
Ingresos ordinarios	17-a	773.323	650.729
Otros ingresos		34.392	53.166
Consumos de programas y otros aprovisionamientos	17-b	(324.449)	(320.579)
Gastos de personal	17-c	(128.841)	(134.924)
Dotación a la amortización		(15.878)	(17.108)
Otros gastos de explotación	17-d	(197.477)	(167.237)
BENEFICIO/(PÉRDIDA) DE EXPLOTACIÓN		141.070	64.047
Resultado neto por deterioro de activos	7 y 18	(5.500)	(3.771)
Resultado neto por variaciones de valor de instrumentos financieros a valor razonable		933	(633)
Diferencias de cambio		(1.137)	(371)
Resultado financiero		(4.412)	(9.583)
Participación en el resultado de empresas asociadas		768	441
Resultado neto de activos no corrientes	18	(2)	1.280
BENEFICIO/(PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS DE OPERACIONES CONTINUADAS		131.660	51.410
Gasto por impuesto sobre las ganancias	20-b	22.532	(9.329)
BENEFICIO/(PÉRDIDA) DEL EJERCICIO		109.128	60.739
Resultado (pérdidas) atribuido a socios externos		1	12
RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE		109.129	60.751
Beneficio por acción:		2010	2009
De operaciones continuadas			
Básico		0,544	0,302
Diluido		0,544	0,302

Las Notas 1 a 26 descritas en la Memoria forman parte integrante de la Cuenta de Resultados Consolidada de los ejercicios 2010 y 2009.

ESTADO DEL RESULTADO GLOBAL CONSOLIDADO CORRESPONDIENTE A LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 Y 2009

MILES DE EUROS	2010	2009
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	109.129	60.751
Ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto:		
Por revalorización/(reversión de la revalorización) del inmov. material y activos intangibles	--	--
Por valoración de instrumentos financieros:	--	--
a) Activos financieros mantenidos para la venta	--	--
b) Otros ingresos/(gastos)	--	--
Por coberturas de flujos de efectivo	(677)	2.941
Diferencias de conversión	--	--
Por ganancias y pérdidas actuariales y otros ajustes	--	--
Entidades valoradas por el método de la participación	--	--
Resto de ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto	--	--
Efecto impositivo	203	(882)
TOTAL INGRESOS Y GASTOS IMPUTADOS DIRECTAMENTE AL PATRIMONIO NETO	(474)	2.059
Transferencias a la cuenta de resultados:		
Por valoración de instrumentos financieros:		
a) Activos financieros mantenidos para la venta	--	--
b) Otros ingresos/(gastos)	--	--
Por coberturas de flujos de efectivo	803	4.787
Diferencias de conversión	--	--
Entidades valoradas por el método de la participación	--	--
Resto de ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto	--	--
Efecto impositivo	(241)	(1.436)
TOTAL TRANSFERENCIAS A LA CUENTA DE RESULTADOS	562	3.351
TOTAL RESULTADO GLOBAL	109.217	66.161

Las Notas 1 a 26 descritas en la Memoria forman parte integrante del Estado del Resultado Global Consolidado de los ejercicios 2010 y 2009.

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO CONSOLIDADO EN LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010 Y 2009

MILES DE EUROS	CAPITAL SUSCRITO	RESERVAS INDISPONIBLES	ACCIONES PROPIAS	GANANCIAS ACUMULADAS	DIVIDENDO A CUENTA	PATRIMONIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE	INTERESES MINORITARIOS	PATRIMONIO NETO
Saldo a 31 de Diciembre de 2008	158.335	40.282	(67.692)	185.201	(66.219)	249.907	0	249.907
Total resultado global	-	-	-	66.161	-	66.161	(12)	66.149
Operaciones con acciones propias:								
Compra de acciones propias	-	-	(10.958)	-	-	(10.958)	-	(10.958)
Distribución de resultados:								
Dividendo a cuenta 2008 pagado en 2008	-	-	-	(66.219)	66.219	-	-	-
Dividendo ejercicio 2008 pagado en 2009	-	-	-	(24.099)	-	(24.099)	-	(24.099)
Dividendo a cuenta 2009 pagado en 2009	-	-	-	-	(16.045)	(16.045)	-	(16.045)
Variaciones del perímetro y otros	-	-	-	56	-	56	8	64
Saldo a 31 de Diciembre de 2009	158.335	40.282	(78.650)	161.100	(16.045)	265.022	(4)	265.018
Total resultado global	-	-	-	109.217	-	109.217	(1)	109.216
Distribución de resultados:								
Dividendo a cuenta 2009 pagado en 2009	-	-	-	(16.045)	16.045	-	-	-
Dividendo complementario 2009 pagado en 2010	-	-	-	(30.084)	-	(30.084)	-	(30.084)
Dividendo a cuenta 2010 pagado en 2010	-	-	-	-	(40.111)	(40.111)	-	(40.111)
Variaciones del perímetro y otros	-	-	-	(154)	-	(154)	5	(149)
Saldo a 31 de Diciembre de 2010	158.335	40.282	(78.650)	224.034	(40.111)	303.890	-	303.890

Las Notas 1 a 26 descritas en la Memoria forman parte integrante del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Consolidado de los ejercicios 2010 y 2009.

BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2008 Y 2007

Miles de euros	NOTAS	2008	2007
ACTIVO			
Fondo de comercio	4	175.404	200.095
Otros activos intangibles	5	69.223	43.247
Inmovilizado material	6	73.949	74.334
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	7	13.091	1.510
Activos por impuestos diferidos	20	56.533	48.761
Otros activos no corrientes	7	556	559
Instrumentos financieros	13-a	325	194
ACTIVOS NO CORRIENTES		389.081	368.700
Derechos de programas	8	212.091	258.779
Existencias		2.788	3.758
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9	204.032	264.388
Activos financieros corrientes	13-a	490	-
Activos por impuestos corrientes	20	8.681	4.853
Otros activos corrientes		1.691	2.640
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes		2.752	20.064
ACTIVOS CORRIENTES	432.525	554.482	
ACTIVOS NO CORRIENTES DISPONIBLES PARA SU VENTA Y OPERACIONES INTERRUMPIDAS	2-b	6.371	463
TOTAL ACTIVO		827.977	923.645

Miles de euros	NOTAS	2008	2007
PASIVO			
Capital social	10-a	158.335	158.335
Reservas indisponibles	10-b	40.282	43.710
Ganancias acumuladas		185.201	252.583
Acciones propias	10-d	(67.692)	(45.605)
Dividendos a cuenta	10-e	(66.219)	(83.386)
PATRIMONIO NETO		249.907	325.637
Deudas con entidades de crédito	12	19.979	143
Provisiones	11	57	785
Otros pasivos no corrientes	11	3.416	84.791
PASIVOS NO CORRIENTES		23.452	85.719
Deudas con entidades de crédito	12	123.188	156.222
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14	211.802	212.630
Otros pasivos financieros	13-a y b	66.975	6.354
Provisiones	11	85.081	76.781
Pasivos por impuestos corrientes	20	8.738	32.925
Otros pasivos corrientes	11	58.773	26.425
PASIVOS CORRIENTES		554.557	511.337
PASIVOS DIRECTAMENTE ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES DISPONIBLES PARA SU VENTA Y OPERACIONES INTERRUMPIDAS		61	952
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		827.977	923.645

Las Notas 1 a 25 descritas en la Memoria forman parte integrante de los Balances de Situación Consolidados a 31 de diciembre de 2008 y 31 de diciembre de 2007.

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA CORRESPONDIENTE A LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2008 Y 2007

Miles de euros	NOTAS	2008	2007
Ingresos ordinarios	17-a	767.452	937.612
Otros ingresos		66.014	78.264
Consumos de programas y otros aprovisionamientos	17-b	(352.562)	(337.621)
Gastos de personal	17-c	(135.371)	(137.650)
Dotación a la amortización		(16.705)	(18.011)
Otros gastos de explotación	17-d	(181.337)	(206.562)
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) DE EXPLOTACIÓN		147.491	316.032
Resultado neto por deterioro de activos	18	(1.826)	(12.257)
Resultado neto por variaciones de valor de instrumentos financieros a valor razonable		5.661	323
Diferencias de cambio		(6.975)	215
Resultado financiero	13-b	(42.303)	(31.420)
Participación en el resultado de empresas asociadas		235	49
Resultado neto de activos no corrientes	18	770	915
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS DE OPERACIONES CONTINUADAS		103.053	273.857
Gasto por impuesto sobre las ganancias	20	12.031	73.824
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO		91.022	200.033
Beneficio por acción:		2008	2007
De operaciones continuadas			
Básico		0,439	0,960
Diluido		0,439	0,960

Las Notas 1 a 25 descritas en la Memoria forman parte integrante de las Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas de los ejercicios 2008 y 2007.

ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 Y 2005

Miles de euros	NOTAS	2006	2005
ACTIVO			
Fondo de comercio	4	180.739	180.739
Otros activos intangibles	5	29.776	20.982
Inmovilizado material	6	77.777	83.714
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	7	431	479
Activos por impuestos diferidos	20	37.573	52.044
Otros activos no corrientes	7	631	881
ACTIVOS NO CORRIENTES		326.927	338.839
Derechos de programas	8	290.553	259.365
Existencias		3.678	4.042
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9	258.065	249.417
Activos financieros corrientes		1.144	3.478
Activos por impuestos corrientes	20	2.697	4.591
Otros activos corrientes		1.719	3.151
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes		20.569	140.014
ACTIVOS CORRIENTES		578.425	664.058
ACTIVOS NO CORRIENTES POR ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS		465	545
TOTAL ACTIVO		905.817	1.003.442

Miles de euros	NOTAS	2006	2005
PASIVO			
Capital social	10-a	158.335	166.668
Reservas indisponibles	10-b	45.908	63.134
Ganancias acumuladas		146.594	274.279
Acciones propias	10-c	(95.115)	(29.519)
Dividendos a cuenta	10-d	-	(83.038)
PATRIMONIO NETO		255.722	391.524
Deudas con entidades de crédito	12	400	629
Provisiones	11	749	1.717
Otros pasivos no corrientes	11	43.212	36.936
PASIVOS NO CORRIENTES		44.361	39.282
Deudas con entidades de crédito	12	208.489	1.860
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14	226.996	234.164
Otros pasivos financieros		4.620	11
Provisiones	11	96.034	297.577
Pasivos por impuestos corrientes	20	31.713	14.326
Otros pasivos corrientes	11	36.931	23.466
PASIVOS CORRIENTES		604.783	571.404
PASIVOS DIRECTAMENTE ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES POR ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS		951	1.232
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		905.817	1.003.442

**CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA CORRESPONDIENTE
A LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2006 Y 2005**

Miles de euros	NOTAS	2006	2005
Ingresos ordinarios	17-a	934.409	932.042
Otros ingresos		67.290	72.737
Consumos de programas y otros aprovisionamientos	17-b	(303.966)	(303.725)
Gastos de personal	17-c	(149.156)	(152.087)
Dotación a la amortización		(20.173)	(22.059)
Otros gastos de explotación	17-d	(200.390)	(201.550)
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) DE EXPLOTACIÓN		328.014	325.358
Resultado neto por deterioro de activos		(50)	8.737
Resultado neto por variaciones de valor de instrumentos financieros a valor razonable		(4.159)	14.253
Diferencias de cambio		6.608	(14.451)
Resultado financiero		(1.628)	(14.064)
Participación en el resultado de empresas asociadas		(110)	-
Resultado neto de activos no corrientes	18	65.620	2.835
Otras ganancias		-	30
Otras pérdidas		-	-
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS DE OPERACIONES CONTINUADAS		394.295	322.698
Gasto por impuesto sobre las ganancias	20	104.578	96.688
BENEFICIO/ (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO		289.717	226.010

ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2004 Y 2003
(Miles de euros)

ACTIVO	31 de diciembre de 2004	31 de diciembre de 2003	PASIVO	31 de diciembre de 2004	31 de diciembre de 2003
ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	90	90	FONDOS PROPIOS (Nota 12)		
INMOVILIZADO:			Capital social	166.668	166.668
Gastos de establecimiento (Nota 4-c)	219	311	Reserva legal	33.334	33.334
Inmovilizaciones inmateriales (Nota 6)	14.733	12.049	Otras reservas	37.382	245.733
Inmovilizaciones materiales (Nota 7)	86.573	110.075	Reserva para acciones de la sociedad dominante	2.933	2.933
Terrenos y construcciones	61.600	64.576	Remanente	9.366	9.366
Instalaciones técnicas	138.960	152.570	Reservas en sociedades consolidadas	(267)	(461)
Resto de inmovilizado material	48.683	48.795	Diferencias de conversión	-	528
Provisiones y amortizaciones de inmovilizado material	(163.670)	(155.866)	Beneficios (pérdidas) atribuidas a la sociedad dominante	105.271	(206.528)
Inmovilizaciones financieras (Nota 8)	5.142	6.392	Beneficios (pérdidas) consolidados	105.271	(206.929)
Acciones de la sociedad dominante (Nota 12)	2.933	2.933	Beneficios (pérdidas) atribuidas a los socios externos	-	401
Administraciones públicas (Nota 17)	14.574	106.262	Total fondos propios	354.687	251.573
Total inmovilizado	123.174	238.022	SOCIOS EXTERNOS (Nota 13)	-	875
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (Nota 5)	127.155	137.541	INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	-	13
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	845	1.717	PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS A LARGO PLAZO	-	78
ACTIVO CIRCULANTE:			ACREEDORES A LARGO PLAZO:		
Existencias (Nota 9)	245.724	211.643	Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	63.487	95.787
Derechos de programas	213.286	160.734	Otros acreedores a largo plazo (Nota 21-d)	11.198	1.781
Material consumible y otras existencias	5.116	5.922	Desembolsos pendientes sobre acciones	147	147
Anticipos a proveedores	27.322	44.987	Total acreedores a largo plazo	74.832	97.715
Deudores-	318.982	243.736	ACREEDORES A CORTO PLAZO:		
Clientes (Nota 10)	225.121	193.320	Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	32.274	33.373
Empresas del grupo y asociadas, deudoras (Nota 11)	13.989	21.557	Acreedores comerciales (Nota 16)	230.563	162.476
Administraciones públicas (Nota 17)	94.366	43.409	Empresas del grupo y asociadas, acreedoras (Nota 11)	12.237	15.919
Deudores varios	11.346	8.827	Anticipos de clientes	4.595	2.652
Provisión para insolvencias	(25.840)	(23.377)	Administraciones Públicas (Nota 17)	9.387	9.815
Inversiones financieras temporales (Nota 4-i)	169.680	23.238	Otras deudas no comerciales	12.450	12.053
Tesorería	11.316	14.659	Otras provisiones (Nota 16)	267.686	285.698
Ajustes por periodificación	2.870	2.547	Ajustes por periodificación	1.125	953
Total activo circulante	748.572	495.823	Total acreedores a corto plazo	570.317	522.939
TOTAL ACTIVO	999.836	873.193	TOTAL PASIVO	999.836	873.193

Las Notas 1 a 25 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación al 31 de diciembre de 2004

ANTENA 3 DE TELEVISIÓN, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADAS
DE LOS EJERCICIOS 2004 Y 2003
(Miles de euros)

DEBE	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003	HABER	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003
GASTOS:			INGRESOS (Nota 21-b):		
Consumo de programas y otros aprovisionamientos (Nota 21-c)	275.635	236.722	Importe neto de la cifra de negocios		
Gastos de personal (Nota 21-d)	137.925	144.961	Ventas	836.591	702.837
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	25.307	30.068	Descuentos sobre ventas	(66.742)	(70.157)
Variación de las provisiones de tráfico	4.262	1.497		769.849	632.680
Arrendamientos y cánones (Nota 21-e)	57.335	60.234			
Otros gastos de gestión corriente (Nota 21-f)	117.190	113.280	Otros ingresos	46.948	35.641
Tributos	1.071	903		816.797	668.321
	618.725	587.665			
Beneficios de explotación	198.072	80.656			
Gastos financieros y asimilados	11.869	6.846	Intereses e ingresos asimilados	2.373	1.085
Diferencias negativas de cambio	-	7	Diferencias positivas de cambio	1.919	603
	11.869	6.853		4.292	1.688
			Resultados financieros negativos	7.577	5.185
Pérdidas sociedades puestas en equivalencia	-	421	Participación beneficios soc. ptas. en equivalencia	70	-
Amortización del fondo de comercio	9.750	11.481			
Beneficios de las actividades ordinarias	180.815	63.569			
Pérdidas procedentes del inmovilizado			Beneficios procedentes del inmovilizado		
inmaterial, material y cartera de control	5.003	5.318	inmaterial, material y cartera de control	316	218
Variación de las provisiones de la cartera de control	-	5.082	Ingresos extraordinarios	6.694	27.078
Gastos extraordinarios y pérdidas de otros ejercicios (Nota 21-h)	31.839	401.234		7.010	27.296
	36.842	411.634			
			Resultados extraordinarios negativos	29.832	384.338
Beneficios consolidados antes de impuestos	150.983	-	Pérdidas consolidadas antes de impuestos	-	320.769
Impuesto sobre Sociedades (Nota 17)	45.712	(113.840)			
Beneficios consolidados del ejercicio	105.271	-	Pérdidas consolidadas del ejercicio	-	206.929
			Pérdidas atribuidas a los socios externos	-	401
Beneficios del ejercicio atribuidos a la sociedad dominante	105.271	-	Pérdidas del ejercicio atribuidas a la sociedad dominante	-	206.528

Las Notas 1 a 25 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de diciembre de 2004

Balances de situación consolidados al 31 de diciembre 2003 y 2002

Miles de euros

ACTIVO	31 diciembre 2003	31 diciembre 2002
ACCIONISTAS POR DESEMBOLOSOS NO EXIGIDOS	90	-
INMOVILIZADO:		
Gastos de establecimiento (Nota 4-c)	311	21.678
Inmovilizaciones inmateriales (Nota 6)	12.049	15.323
Inmovilizaciones materiales (Nota 7)	117.894	137.412
Terrenos y construcciones	64.576	64.226
Instalaciones técnicas	152.570	149.280
Resto de inmovilizado material	46.995	50.609
Amortización acumulada	[146.247]	[126.703]
Inmovilizaciones financieras (Nota 8)	6.392	21.448
Acciones propias (Nota 12)	2.933	2.933
Administraciones públicas (Nota 17)	106.262	7.183
Total inmovilizado	245.841	205.976
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (Nota 5)	137.541	144.743
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	1.717	1.847
ACTIVO CIRCULANTE:		
Existencias (Nota 9)	211.643	304.950
Derechos de programas	160.734	246.083
Material consumible y otras existencias	5.922	11.425
Anticipos a proveedores	44.987	47.442
Deudores-	243.736	221.158
Clientes (Nota 10)	193.320	185.956
Empresas del grupo y asociadas, deudoras (Nota 11)	21.557	14.160
Administraciones públicas (Nota 17)	43.409	30.100
Deudores varios	8.827	11.575
Provisión para insolvencias	[23.377]	[20.633]
Inversiones financieras temporales (Nota 4-i)	23.238	28.220
Acciones propias a corto plazo	-	-
Tesorería	14.659	7.471
Ajustes por periodificación	2.547	3.535
Total activo circulante	495.823	565.334
TOTAL ACTIVO	881.012	917.900

Balances de situación consolidados al 31 de diciembre 2003 y 2002

Miles de euros

	31 diciembre 2003	31 diciembre 2002
PASIVO		
FONDOS PROPIOS (Nota 12)		
Capital social	166.668	166.668
Reserva legal	33.334	33.334
Otras reservas	245.733	277.026
Reserva para acciones propias	2.933	2.933
Remanente	9.366	9.366
Reservas en sociedades consolidadas	(461)	(775)
Diferencias de conversión	528	(669)
Beneficios (pérdidas) atribuidas a la sociedad dominante	(206.528)	(30.037)
Beneficios (pérdidas) consolidados	(206.929)	(29.907)
Beneficios (pérdidas) atribuidas a los socios externos	401	(130)
Total fondos propios	251.573	457.846
SOCIOS EXTERNOS (Nota 13)	875	1.989
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	13	-
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	78	18
ACREEDORES A LARGO PLAZO:		
Otros valores negociables	-	-
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	95.787	128.721
Otros acreedores	1.781	744
Empresas del grupo acreedoras	-	3.999
Desembolsos pendientes sobre acciones	147	120
Total acreedores a largo plazo	97.715	133.583
ACREEDORES A CORTO PLAZO:		
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	33.373	21.724
Acreedores comerciales (Nota 15)	162.476	168.106
Empresas del grupo y asociadas, acreedoras (Nota 11)	15.919	45.769
Anticipos de clientes	2.652	2.090
Administraciones Públicas (Nota 17)	9.815	12.304
Otras deudas no comerciales	12.053	10.285
Otras provisiones (Nota 16)	293.517	63.469
Ajustes por periodificación	953	717
Total acreedores a corto plazo	530.758	324.464
TOTAL PASIVO	881.012	917.900

Las Notas 1 a 24 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación al 31 de diciembre de 2003

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidadas de los ejercicios 2003 y 2002

Miles de euros

DEBE	31 diciembre 2003	31 diciembre 2002
GASTOS:		
Consumo de programas y otros aprovisionamientos (Nota 21-c)	236.722	284.450
Gastos de personal (Nota 21-d)	144.961	141.123
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	30.068	28.131
Variación de las provisiones de tráfico	1.497	6.050
Arrendamientos y cánones (Nota 21-e)	60.234	64.512
Otros gastos de gestión corriente (Nota 21-f)	113.280	130.291
Tributos	903	1.263
	587.665	655.820
Beneficios de explotación	80.656	14.832
Gastos financieros y asimilados	6.846	7.449
Diferencias negativas de cambio	7	29
	6.853	7.478
Resultados financieros positivos	-	-
Pérdidas sociedades puestas en equivalencia	421	-
Amortización del fondo de comercio	11.481	14.568
Beneficios de las actividades ordinarias	63.569	-
Pérdidas procedentes del inmovilizado inmaterial, material y cartera de control	5.318	1.628
Variación de las provisiones de la cartera de control (Nota 8)	5.082	1.650
Gastos extraordinarios y pérdidas de otros ejercicios (Nota 21-h)	401.234	45.041
	411.634	48.319
Resultados extraordinarios positivos	-	-
Beneficios consolidados antes de impuestos	-	-
Impuesto sobre Sociedades (Nota 17)	(113.840)	(15.590)
Beneficios consolidados del ejercicio	-	-
Beneficios atribuidos a los socios externos	-	130
Beneficios del ejercicio atribuidos a la sociedad dominante	-	-

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidadas de los ejercicios 2003 y 2002

Miles de euros

HABER	31 diciembre 2003	31 diciembre 2002
INGRESOS (Nota 21-b):		
Importe neto de la cifra de negocios	702.837	697.890
Ventas	[70.157]	[61.202]
Descuentos sobre ventas	632.680	636.688
Aumento de existencias de productos comerciales	-	-
Otros ingresos	35.641	33.964
	668.321	670.652
Pérdidas de explotación	-	-
Intereses e ingresos asimilados	1.065	2.176
Diferencias positivas de cambio	603	1.137
	1.668	3.313
Resultados financieros negativos	5.185	4.165
Participación beneficios soc. ptas. en equivalencia	-	-
Pérdidas de las actividades ordinarias	-	3.901
Beneficios procedentes del inmovilizado inmaterial, material y cartera de control	218	247
Ingresos extraordinarios	27.078	6.476
	27.296	6.723
Resultados extraordinarios negativos	384.338	41.596
Pérdidas consolidadas antes de impuestos	320.769	45.497
Pérdidas consolidadas del ejercicio	206.929	29.907
Pérdidas atribuidas a los socios externos	401	-
Pérdidas del ejercicio atribuidas a la sociedad dominante	206.528	30.037

Las Notas 1 a 24 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de diciembre de 2003

Antena 3 de Televisión, S.A. y Sociedades Dependientes

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas de los Ejercicios 2002 y 2001 (Miles Euros)

DEBE	Ejercicio 2002	Ejercicio 2001
GASTOS:		
Consumo de programas y otros aprovisionamientos (Nota 20)	308.627	232.256
Gastos de personal (Nota 20)	141.123	118.399
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	28.131	20.967
Variación de las provisiones de tráfico	6.050	3.541
Arrendamientos y cánones (Nota 20)	40.335	25.766
Otros gastos de gestión corriente (Nota 20)	130.291	146.272
Tributos	1.263	3.088
	655.820	550.289
Beneficios de explotación	14.832	85.789
Gastos financieros y asimilados	7.449	2.510
Diferencias negativas de cambio	29	2.733
	7.478	5.243
Amortización del fondo de comercio	14.568	7.881
Beneficios de las actividades ordinarias	-	75.334
Pérdidas procedentes del inmovilizado inmaterial y material	1.628	629
Variación de las provisiones de la cartera de control (Nota 8)	1.650	1.453
Gastos extraordinarios y pérdidas de otros ejercicios	45.041	21.787
	48.319	23.869
Beneficios consolidados antes de impuestos	-	61.703
Impuesto sobre Sociedades (Nota 17)	(15.590)	13.698
Beneficios consolidados del ejercicio	-	48.005
Beneficios atribuidos a los socios externos	130	-
Beneficios del ejercicio atribuidos a la sociedad dominante	-	48.053

Las Notas 1 a 22 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas del ejercicio 2002.

HABER	Ejercicio 2002	Ejercicio 2001
INGRESOS:		
Importe neto de la cifra de negocios (Nota 20)-		
Ventas	697.890	644.928
Descuentos sobre ventas	(61.202)	(60.562)
	636.688	584.366
Aumento de existencias de productos comerciales	-	530
Otros ingresos	33.964	51.182
	670.652	636.078
Intereses e ingresos asimilados	2.176	2.659
Diferencias positivas de cambio	1.137	10
	3.313	2.669
Resultados financieros negativos	4.165	2.574
Pérdidas de las actividades ordinarias	3.901	-
Beneficios procedentes del inmovilizado inmaterial y material	247	4.611
Ingresos extraordinarios	6.476	5.627
	6.723	10.238
Resultados extraordinarios negativos	41.596	13.631
Pérdidas consolidadas antes de impuestos	45.497	-
Pérdidas consolidadas del ejercicio	29.907	-
Pérdidas atribuidas a los socios externos	-	48
Pérdidas del ejercicio atribuidas a la sociedad dominante	30.037	-

Las Notas 1 a 22 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas del ejercicio 2002.

Antena 3 de Televisión, S.A. y Sociedades Dependientes

Balances de Situación Consolidados a 31 de diciembre de 2002 y 2001 (Miles Euros)

ACTIVO	Ejercicio 2002	Ejercicio 2001
INMOVILIZADO:		
Gastos de establecimiento (Nota 4-c)	21.678	1.431
Inmovilizaciones inmateriales (Nota 6)	15.323	14.551
Inmovilizaciones materiales (Nota 7)	137.412	127.106
Terrenos y construcciones	64.226	60.907
Instalaciones técnicas	149.280	117.144
Resto de inmovilizado material	50.609	39.090
Amortización acumulada	(126.703)	(90.035)
Inmovilizaciones financieras (Nota 8)	21.448	12.418
Acciones propias	2.933	2.933
Administraciones públicas (Nota 17)	7.183	5.498
Total inmovilizado	205.976	163.937
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (Nota 5)	144.743	24.913
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	1.847	12
ACTIVO CIRCULANTE:		
Existencias (Nota 9)-	304.950	317.568
Derechos de programas	246.083	244.737
Material consumible y otras existencias	11.425	11.525
Anticipos a proveedores	47.442	61.306
Deudores-	221.158	195.003
Clientes (Nota 10)	185.956	164.797
Empresas del grupo y asociadas, deudoras (Nota 11)	14.160	22.721
Administraciones públicas (Nota 17)	30.100	12.257
Deudores varios	11.575	10.143
Provisión para insolvencias (Nota 19)	(20.633)	(14.915)
Inversiones financieras temporales	28.220	27.689
Tesorería	7.471	23.805
Ajustes por periodificación	3.535	3.827
Total activo circulante	565.334	567.892
TOTAL ACTIVO	917.900	756.754

Las Notas 1 a 22 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación al 31 de diciembre de 2002.

PASIVO	Ejercicio 2002	Ejercicio 2001
FONDOS PROPIOS (Nota 12):		
Capital social	166.668	166.668
Reserva legal	33.334	33.334
Otras reservas	277.026	257.437
Reserva para acciones propias	2.933	2.933
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	(775)	(8.804)
Remanente	9.366	9.366
Diferencias de conversión	(669)	187
Beneficios (pérdidas) atribuidas a la sociedad dominante	(30.037)	48.053
Beneficios (pérdidas) consolidados	(29.907)	48.005
Beneficios (pérdidas) atribuidas a los socios externos	(130)	48
Total fondos propios	457.846	509.174
SOCIOS EXTERNOS (Nota 13)	1.989	1.745
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	-	1
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	18	282
ACREEDORES A LARGO PLAZO:		
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	128.721	3.062
Otros acreedores	744	1.604
Empresas del grupo acreedoras (Nota 11)	3.999	5.381
Desembolsos pendientes sobre acciones (Nota 8)	120	120
Total acreedores a largo plazo	133.583	10.167
ACREEDORES A CORTO PLAZO:		
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	21.724	2.645
Acreedores comerciales (Nota 15)	168.106	151.436
Empresas del grupo y asociadas, acreedoras (Nota 11)	45.769	12.066
Anticipos de clientes	2.090	2.664
Administraciones Públicas (Nota 17)	12.304	10.238
Otras deudas no comerciales	10.285	15.278
Otras provisiones (Nota 16)	63.469	39.559
Ajustes por periodificación	717	1.499
Total acreedores a corto plazo	324.464	235.385
TOTAL PASIVO	917.900	756.754

Las Notas 1 a 22 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación al 31 de diciembre de 2002.

Antena 3 de Televisión, S.A. y Sociedades Dependientes

Balances de Situación Consolidados al 31 de diciembre de 2001 y 2000 (Euros)

	Ejercicio 2001	Ejercicio 2000
ACTIVO		
INMOVILIZADO:		
Gastos de establecimiento	1.431.172	1.092.129
Inmovilizaciones inmateriales (Nota 6)	14.551.459	9.386.114
Inmovilizaciones materiales (Nota 7)	127.106.692	128.328.791
Terrenos y construcciones	60.907.372	59.347.379
Instalaciones técnicas	117.143.949	101.210.998
Resto de inmovilizado material	39.090.452	40.885.303
Amortización acumulada	(90.035.081)	(73.114.889)
Inmovilizaciones financieras (Nota 8)	12.418.130	6.593.415
Acciones propias de la Sociedad dominante (Nota 12)	2.932.813	2.932.813
Administraciones Públicas (Nota 18)	5.497.908	7.440.265
Total inmovilizado	163.938.174	155.773.527
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (Nota 5)	24.912.607	30.400.250
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	12.663	10.055
ACTIVO CIRCULANTE:		
Existencias (Nota 9)[]	317.568.095	303.156.101
Derechos de programas	244.737.064	236.860.999
Material consumible y otras existencias	11.525.176	13.998.133
Anticipos a proveedores	61.305.855	62.336.969
Deudores[]	195.002.963	210.406.350
Clientes (Nota 10)	164.797.182	187.690.088
Empresas del grupo, asociadas y vinculadas, deudoras (Nota 11)	22.720.878	13.222.290
Administraciones Públicas (Nota 18)	12.256.812	15.013.559
Deudores varios	10.143.444	7.357.662
Provisión para insolvencias	(14.915.353)	(12.877.249)
Inversiones financieras temporales	27.689.048	18.175.790
Tesorería	23.805.050	13.205.690
Ajustes por periodificación	3.826.193	7.503.961
Total activo circulante	567.891.349	552.447.892
TOTAL ACTIVO	756.754.793	738.631.724

Las Notas 1 a 23 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2001.

	Ejercicio 2001	Ejercicio 2000
PASIVO		
FONDOS PROPIOS (Nota 12):		
Capital social	166.668.000	166.668.000
Reserva legal	33.333.598	23.090.404
Reserva para acciones propias	2.932.813	2.932.813
Otras reservas	257.436.503	139.201.634
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	(8.804.088)	(3.230.326)
Remanente	9.366.233	9.366.233
Diferencias de conversión	187.552	345.991
Beneficios atribuidos a la sociedad dominante	48.052.498	123.243.668
Beneficios consolidados	48.004.970	123.310.519
Resultados del ejercicio atribuidos a los socios externos	47.528	(66.851)
Total fondos propios	509.173.109	461.618.417
SOCIOS EXTERNOS (Nota 13)	1.745.117	877.033
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	1.316	29.299
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	282.259	0
ACREEDORES A LARGO PLAZO:		
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	3.061.940	67.283
Otros acreedores (Nota 15)	1.604.438	2.924.669
Deudas a largo plazo con empresas del grupo y asociadas (Nota 11)	5.380.861	618.484
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos (Nota 8)	120.004	390.460
Total acreedores a largo plazo	10.167.243	4.000.896
ACREEDORES A CORTO PLAZO:		
Deudas con entidades de crédito (Nota 14)	2.645.439	19.648.456
Acreedores comerciales (Nota 16)	151.435.758	182.724.995
Deudas con empresas del grupo, asociadas y vinculadas (Nota 11)	12.065.685	15.536.037
Anticipos de clientes	2.663.877	808.847
Administraciones Públicas (Nota 18)	10.237.737	16.913.106
Remuneraciones pendientes de pago	10.016.594	2.234.996
Otras deudas no comerciales	5.262.198	2.565.174
Otras provisiones (Nota 17)	39.558.749	28.829.613
Ajustes por periodificación	1.499.712	2.844.855
Total acreedores a corto plazo	235.385.749	272.106.079
TOTAL PASIVO	756.754.793	738.631.724

Las Notas 1 a 23 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante del balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2001.

Antena 3 de Televisión, S.A. y Sociedades Dependientes

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas de los Ejercicios 2001 y 2000 (Euros)

DEBE	Ejercicio 2001	Ejercicio 2000
GASTOS:		
Consumo de programas y otros aprovisionamientos (Nota 21)	232.256.272	280.135.023
Gastos de personal (Nota 21)	118.399.120	109.831.128
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	20.967.113	16.791.996
Variación de las provisiones de tráfico	3.540.634	1.057.541
Arrendamientos y cánones (Nota 21)	25.766.032	27.672.238
Otros gastos de gestión corriente (Nota 21)	146.272.451	90.865.854
Tributos	3.088.252	662.418
	550.289.874	523.016.198
Beneficios de explotación	85.787.657	180.265.262
Gastos financieros y asimilados	2.510.301	3.209.531
Diferencias negativas de cambio	2.733.451	3.450
	5.243.752	3.212.981
Amortización del fondo de comercio	7.881.132	3.473.604
Beneficios de las actividades ordinarias	75.332.198	175.609.924
Pérdidas procedentes del inmovilizado inmaterial y material	628.557	364.183
Variación de las provisiones de la cartera de control (Nota 8)	1.452.640	3.706.490
Gastos extraordinarios y pérdidas de otros ejercicios (Nota 21)	21.786.545	11.709.194
	23.867.742	15.779.867
Beneficios consolidados antes de impuestos	61.702.769	175.375.116
Impuesto sobre Sociedades (Nota 18)	13.697.799	52.064.597
Beneficios consolidados del ejercicio	48.004.970	123.310.519
Resultados del ejercicio atribuidos a los socios externos	47.528	(66.851)
Beneficios del ejercicio atribuidos a la sociedad dominante	48.052.498	123.243.668

Las Notas 1 a 23 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del ejercicio 2001.

HABER	Ejercicio 2001	Ejercicio 2000
INGRESOS:		
Importe neto de la cifra de negocios (Nota 21)-		
Ventas	644.927.566	720.023.187
Descuentos sobre ventas	(60.562.343)	(52.741.000)
	584.365.223	667.282.187
Aumento de existencias de productos comerciales	530.129	2.636.418
Otros ingresos	51.182.179	33.362.855
	636.077.531	703.281.460
Intereses e ingresos asimilados	2.659.112	1.451.715
Diferencias positivas de cambio	10.313	579.532
	2.669.425	2.031.247
Resultados financieros negativos	2.574.327	1.181.734
Beneficios procedentes del inmovilizado inmaterial y material	4.611.217	329.421
Ingresos extraordinarios (Notas 21)	5.627.096	15.215.637
	10.238.313	15.545.058
Resultados extraordinarios negativos	13.629.429	234.809

Las Notas 1 a 23 de la Memoria consolidada adjunta forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del ejercicio 2001.