



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

VALORACIÓN DE EMPRESAS EN SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO

Un caso práctico sobre Promotora de Informaciones S.A. (Prisa)

Autor: Gabriel Herrera Balmisa

Director: Susana Carabias López

Clave: 201702677

Madrid | Marzo 2022

Resumen

Una de las dificultades a las que se han enfrentado los métodos tradicionales de valoración – Descuento de Flujos de Caja y Múltiplos – es cómo valorar de manera efectiva y precisa aquellas empresas que se encuentran en situación de estrés financiero. El objetivo del presente trabajo es poner de manifiesto las limitaciones de estos métodos de valoración, para posteriormente proponer una serie de ajustes tendentes a incorporarles las peculiares características de una empresa estresada financieramente. Como expresión práctica del marco planteado, se ha elaborado un caso sobre una compañía cotizada española que en la última década ha tenido graves y continuados problemas financieros: el Grupo Prisa.

Palabras clave

Estrés financiero, DCF, múltiplos, Grupo Prisa, quiebras e insolvencias, WACC

Abstract

One of the main challenges faced by traditional valuation techniques – Discounted Cash Flow method and multiples – is how to effectively and accurately value financially distressed companies. The objective of this paper is to highlight the limitations of these valuation methods, and subsequently propose a series of adjustments aimed to incorporate on them the peculiar traits of a financially distressed business. As a practical example of the proposed framework, a case study has been developed for a Spanish publicly traded company that in the last decade has had several and continuous financial problems: Grupo Prisa.

Keywords

Financial distress, DCF, multiples, distressed valuation, WACC, insolvencies, Grupo Prisa

LISTADO DE ABREVIATURAS

Art./arts.	Artículo/Artículos
BCE	Banco Central Europeo
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
<i>DCF</i>	<i>Discounted Cash Flow</i>
DFN	Deuda Financiera Neta
EBIT	Resultado bruto
EBITDA	Resultado bruto de explotación
EE. UU.	Estados Unidos
EqV	<i>Equity Value</i>
EV	<i>Enterprise Value</i>
FCL	Flujo de Caja Libre
LTM	<i>Last Twelve Months</i>
M&A	<i>Mergers & Acquisitions</i> (“Fusiones y Adquisiciones”)
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
p.p.	Puntos Porcentuales
PIB	Producto Interior Bruto
PIK	<i>Payment in Kind</i>
RRAA	Recursos Ajenos
RRPP	Recursos Propios
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
WC	<i>Working Capital</i>

ÍNDICE DE CONTENIDO

1	INTRODUCCIÓN	8
1.1	OBJETIVO DEL ESTUDIO: PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	8
1.2	JUSTIFICACIÓN DEL TEMA.....	9
1.3	ESTRUCTURA Y METODOLOGÍA.....	10
2	ESTRÉS FINANCIERO	11
2.1	CONCEPTO Y CAUSAS.....	11
2.2	PROBLEMAS DE LIQUIDEZ HISTÓRICOS EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, ESPECIAL MENCION AL COVID-19.....	13
2.3	EMPRESAS EN DECLIVE Y ESTRÉS FINANCIERO.....	16
2.4	CARACTERÍSTICAS DE UNA COMPAÑÍA EN ESTRÉS FINANCIERO.....	20
2.5	VÍAS PARA ABANDONAR LA SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO.....	21
2.5.1	<i>Refinanciación de la deuda</i>	21
2.5.2	<i>Venta de la compañía</i>	23
2.5.3	<i>Reestructuración</i>	24
2.5.4	<i>Concurso de acreedores</i>	26
3	MARCO TEÓRICO: VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DECLIVE Y EN SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO	27
3.1	INTRODUCCIÓN: DIFICULTAD DE APLICAR LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES A SITUACIONES DE ESTRÉS FINANCIERO.....	27
3.2	DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (DCF).....	27
3.2.1	<i>Concepto e introducción</i>	28
3.2.2	<i>Cálculo de los flujos de caja libres y proyecciones</i>	29
3.2.3	<i>Tasa de descuento</i>	29
3.2.4	<i>Cálculo del valor residual</i>	31
3.2.5	<i>Cálculo del valor del negocio, de los recursos propios y precio implícito por acción</i>	31
3.2.6	<i>Ajustes al DCF por estrés financiero</i>	32
3.3	VALORACIÓN RELATIVA: MÚLTIPLOS.....	37
3.3.1	<i>Múltiplos comparables</i>	38

3.3.2	<i>Múltiplos de transacciones precedentes</i>	39
3.3.3	<i>Ajustes a la valoración por múltiplos</i>	39
4	CASO PRÁCTICO: PRESENTACIÓN DE LA COMPAÑÍA PROMOTORA DE INFORMACIONES S.A. (“PRISA”)	42
4.1	PERFIL DE LA COMPAÑÍA: MODELO DE NEGOCIO Y ESTRATEGIA DE PRISA	42
4.2	PROBLEMAS FINANCIEROS, DESINVERSIONES Y PROCESOS DE REFINANCIACIÓN ..	46
4.3	CARACTERÍSTICAS DE UNA COMPAÑÍA EN ESTRÉS FINANCIERO Y ANÁLISIS DE LAS RATIOS DE PRISA	49
5	CASO PRÁCTICO: VALORACIÓN SUMA DE LAS PARTES DEL GRUPO PRISA	52
5.1	INTRODUCCIÓN AL APARTADO	52
5.2	VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (DCF) AJUSTADA	52
5.2.1	<i>Valoración negocio de educación</i>	52
5.2.2	<i>Valoración negocio de radio</i>	57
5.2.3	<i>Valoración negocio de prensa</i>	59
5.3	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS AJUSTADA	62
5.3.1	<i>Valoración del negocio de educación</i>	62
5.3.2	<i>Valoración del negocio de radio</i>	64
5.3.3	<i>Valoración del negocio de prensa</i>	66
5.4	SUMA DE LAS PARTES Y AJUSTE POR ESTRÉS FINANCIERO	68
6	CONCLUSIONES	73
7	BIBLIOGRAFÍA	76
8	ANEXOS	79
	ANEXO I: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE GRUPO PRISA.	79
	ANEXO II: BALANCE CONSOLIDADO HISTÓRICO DE GRUPO PRISA.	80
	ANEXO III: ESTADO DE FLUJOS DE CAJA HISTÓRICO GRUPO PRISA.	81
	ANEXO IV: PROBABILIDAD DE QUIEBRA IMPLÍCITA SEGÚN DAMODARAN	82
	ANEXO V: MODELO DCF COMPLETO – EDUCACIÓN	83
	ANEXO VI: WACC DEL NEGOCIO DE EDUCACIÓN – DETALLE	84
	ANEXO VII: MODELO DCF COMPLETO– EDUCACIÓN.....	85

ANEXO VIII: WACC DEL NEGOCIO DE RADIO – DETALLE	86
ANEXO IX: MODELO DCF COMPLETO – PRENSA.....	87
ANEXO X: WACC DEL NEGOCIO DE PRENSA – DETALLE	88

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1: VARIACIÓN ANUAL INGRESOS PROVOCADA POR EL COVID-19 POR SECTOR. CIFRAS APROXIMADAS.....	15
ILUSTRACIÓN 2: BALANCE DE UNA EMPRESA EN DECADENCIA.	16
ILUSTRACIÓN 3: EVOLUCIÓN INGRESOS DEL GRUPO PRISA EN LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS.	17
ILUSTRACIÓN 4: EVOLUCIÓN MÁRGENES DEL GRUPO PRISA.....	18
ILUSTRACIÓN 5: ANÁLISIS UNIDIMENSIONAL DE AMAT.	21
ILUSTRACIÓN 6: DIFERENCIAS ENTRE UNA OPERACIÓN DE M&A TRADICIONAL Y UNA OPERACIÓN DE DISTRESSED M&A.	24
ILUSTRACIÓN 7: PRIMA POR IMPAGO.	34
ILUSTRACIÓN 8: PROBABILIDAD DE ESTRÉS FINANCIERO EN FUNCIÓN DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA.	36
ILUSTRACIÓN 9: NUEVA ESTRUCTURA CORPORATIVA PRISA.	42
ILUSTRACIÓN 10: EVOLUCIÓN INGRESOS POR LÍNEA DE NEGOCIO.....	43
ILUSTRACIÓN 11: MERCADO DE EDUCACIÓN EN LATAM.	44
ILUSTRACIÓN 12: CUOTAS DE MERCADO SANTILLANA LATAM.....	45
ILUSTRACIÓN 13: POSICIONAMIENTO PRISA RADIO.....	46
ILUSTRACIÓN 14: Z-SCORE ALTMAN.....	49
ILUSTRACIÓN 15: ANÁLISIS UNIDIMENSIONAL DE AMAT SOBRE PRISA.....	49
ILUSTRACIÓN 16: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO.....	50
ILUSTRACIÓN 17: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO.....	51
ILUSTRACIÓN 18: EVOLUCIÓN HISTÓRICA VENTAS, EBITDA Y MARGEN.	51
ILUSTRACIÓN 19: PROYECCIÓN DE PARTIDAS SELECCIONADAS DE PYG PARA EL NEGOCIO DE EDUCACIÓN.	53
ILUSTRACIÓN 20: ASUNCIONES DE CAPEX PARA EL NEGOCIO DE EDUCACIÓN.	54
ILUSTRACIÓN 21: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE PARA EL NEGOCIO DE EDUCACIÓN.....	54
ILUSTRACIÓN 22: BETAS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES DEL NEGOCIO DE EDUCACIÓN. .	55
ILUSTRACIÓN 23: WACC PARA EL NEGOCIO DE EDUCACIÓN.....	55
ILUSTRACIÓN 24: ASUNCIONES GENERALES WACC.	56
ILUSTRACIÓN 25: DCF NEGOCIO DE EDUCACIÓN.....	56

ILUSTRACIÓN 26: PROYECCIÓN DE PARTIDAS SELECCIONADAS DE PYG PARA EL NEGOCIO DE RADIO.....	57
ILUSTRACIÓN 27: ASUNCIONES DE CAPITAL CIRCULANTE DEL NEGOCIO DE RADIO.....	58
ILUSTRACIÓN 28: PROYECCIONES DE INMOVILIZADO DEL NEGOCIO DE RADIO.....	58
ILUSTRACIÓN 29: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE PARA EL NEGOCIO DE RADIO.	58
ILUSTRACIÓN 30: WACC PARA EL NEGOCIO DE RADIO	59
ILUSTRACIÓN 31: VALORACIÓN NEGOCIO DE RADIO.....	59
ILUSTRACIÓN 32: PROYECCIÓN DE PARTIDAS SELECCIONADAS DE PYG PARA EL NEGOCIO DE PRENSA.	60
ILUSTRACIÓN 33: ASUNCIONES DE CAPITAL CIRCULANTE DEL NEGOCIO DE PRENSA.	60
ILUSTRACIÓN 34: ASUNCIONES DE CAPEx PARA EL NEGOCIO DE PRENSA.	61
ILUSTRACIÓN 35: WACC PARA EL NEGOCIO DE PRENSA.	61
ILUSTRACIÓN 36: VALORACIÓN DEL NEGOCIO DE PRENSA.....	61
ILUSTRACIÓN 37: VALORACIÓN POR COMPARABLES AL NEGOCIO DE EDUCACIÓN.	62
ILUSTRACIÓN 38: VALORACIÓN TRANSACCIONES PRECEDENTES NEGOCIO DE EDUCACIÓN	64
ILUSTRACIÓN 39: VALORACIÓN COMPARABLES NEGOCIO DE RADIO.	65
ILUSTRACIÓN 40: VALORACIÓN POR TRANSACCIONES PRECEDENTES DEL NEGOCIO DE RADIO.	66
ILUSTRACIÓN 41: VALORACIÓN POR TRANSACCIONES PRECEDENTES DEL NEGOCIO DE PRENSA.	67
ILUSTRACIÓN 42: VALORACIÓN TRANSACCIONES PRECEDENTES DEL NEGOCIO DE PRENSA.	68
ILUSTRACIÓN 43: VALORACIÓN Y AJUSTE POR ESTRÉS VALORACIÓN RELATIVA.....	71
ILUSTRACIÓN 44: RANGO DE VALORACIÓN DE PRISA Y COTIZACIÓN ACTUAL.	72

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivo del estudio: problema de investigación

En las últimas décadas, y en particular tras la crisis de 2008 y determinados episodios de falta de transparencia en los mercados, se ha reforzado por parte de reguladores y demás intervinientes la importancia de una correcta valoración de los activos, entre los que se encuentran las empresas.

Ha sido constante la sucesión de ejemplos históricos de empresas que, por una incorrecta valoración generalmente fruto de ignorar sus peculiares características, y tras sus posteriores quiebras y problemas diversos, causaron perjuicios incalculables para la sociedad en general y sus accionistas y acreedores en particular.

Los métodos tradicionales de valoración, ideados para situaciones estándar, no tienen en cuenta las características específicas de las empresas en dificultades financieras y su contexto, lo que a menudo lleva inexorablemente a una valoración errónea. Puestas de manifiesto sus limitaciones en infinidad de ocasiones, se plantea la cuestión de si son métricas adecuadas para las empresas en dificultades financieras y, en caso de ser negativa la respuesta, qué métodos o ajustes resultan adecuados para sobreponerse a este problema.

El objetivo del presente trabajo es revisar los métodos tradicionales de valoración con el fin de responder a sus limitaciones a la hora de ser aplicados en empresas en situación de estrés financiero. Se enumerarán los problemas que plantean, y se propondrán una serie de ajustes tendentes a conciliar estos métodos con los especiales requerimientos y cuestiones a tener en cuenta en una situación de estrés financiero.

Se prestará especial atención a las peculiares características que rodean a una empresa en situación de estrés: alto endeudamiento, incertidumbre y erosión operativa, y se actuará sobre aquellas variables del proceso de valoración de compañías que consecuentemente lo precisen.

Con el fin de mostrar estas limitaciones, así como la importancia de estos ajustes, se realizará un Caso Práctico sobre una compañía cotizada española: el Grupo Prisa. En este caso práctico se valorará esa compañía, y se mostrará cómo al aplicar estos ajustes la valoración de la misma coincide con la de mercado.

1.2 Justificación del tema

En tiempos volátiles y cambiantes como los que actualmente vivimos, donde la incertidumbre es reina de la evolución de los mercados, resulta fundamental discernir el verdadero valor de los activos y empresas para evitar situaciones de pérdidas de valor súbitas o bancarrotas inesperadas, cuyas consecuencias para la sociedad en general, ya sea por la pérdida de empleos o por los daños al contribuyente en forma de impuestos perdidos o rescates billonarios como los sucedidos entre 2008 y 2012, han sido y son enormes.

Resulta pragmáticamente útil y moralmente necesario el ofrecer a los agentes de mercado alternativas válidas, probadas y comúnmente aceptadas para su aplicación a situaciones de estrés financiero, aumentando una transparencia no muy habitual en esta clase de situaciones de estrés financiero y proximidad a la quiebra. Por ello, hemos tratado de construir una bibliografía extensa, contemporánea y a la vez variada para reflejar la multitud de ángulos y experiencias sobre valoración de empresas en situación de estrés financiero.

Creemos de vital interés y estado del arte a esta cuestión, y más en el contexto en el que se están redactando estas líneas: las medidas y apoyos de estímulo frente al COVID-19 (programas de compra de activos por los bancos centrales, inyecciones de liquidez por parte de Gobiernos en empresas, suspensión de obligaciones de solicitar la quiebra, líneas de avales públicas, etc.) van a decaer, y paralelamente la inflación está descontrolada a niveles récord en décadas, y en las últimas semanas se ha desatado una guerra al lado de Europa.

1.3 Estructura y metodología

Este trabajo, con el objetivo siempre presente de mantenerse coherente con la pregunta de investigación y centrado en responderla de manera eficaz, comenzará exponiendo las características de las empresas en situación de estrés financiero, para continuar con la enumeración de las soluciones que una empresa en tal situación tiene a su alcance para abandonarla y retornar a la senda de la normalidad operativa, siempre tratando de estructurar las cuestiones de manera clara, coherente y ordenada.

Posteriormente, se expondrá el marco teórico relativo a los métodos de valoración que posteriormente serán utilizados en el caso práctico, culminando con el análisis de aquellos ajustes necesarios sobre dichos métodos para adecuarlos a las peculiares características de una empresa en situación de estrés financiero.

Por último, y para rematar el trabajo y plasmar de manera práctica y visible las conclusiones a las que se ha llegado, se elaborará un caso práctico sobre una compañía vieja conocida de los senderos de las dificultades financieras en España: el Grupo Prisa.

A propósito de justificar la elección de esta compañía como candidato idóneo para el trabajo, se realizará un análisis de su situación, justificando en base a métodos de análisis de estrés y posibilidad de quiebra su idoneidad.

Para la ejecución de este apartado, el autor se ha servido de diversas bases de datos financieras, de las que se ha extraído información tanto financiera como general sobre la compañía, el mercado y su entorno competitivo: Bloomberg, FactSet, principalmente, así como la información pública depositada en la CNMV y el portal del accionista de Prisa. De los dos primeros, han resultado fundamentales la centralización de información de la compañía y mercado, así como la posibilidad de exportación de información en formato Excel, lo que permite la modelización y aplicación de los métodos valorativos de manera ágil y rápida.

Con todo, puede afirmarse que este trabajo, que se sirve de un método deductivo, parte de los modelos de valoración generales y aceptados por los agentes de mercado (DCF y múltiplos), para poco a poco ir desgranando sus particularidades y especiales limitaciones a la hora de ser aplicados a una situación de estrés financiero, para terminar siendo todo ello observable en lo más concreto que puede existir: una valoración real de una compañía.

2 ESTRÉS FINANCIERO

2.1 Concepto y causas

El término estrés ha sido subclasificado en dos dimensiones por parte de la doctrina (Buttignon, 2020), generalmente entrelazadas entre sí. Encontramos, en primer término, el denominado como estrés económico. El estrés económico está caracterizado por un retroceso en el desempeño operativo de una compañía como consecuencia de problemas estratégicos como por ejemplo dinámicas de la industria, desgaste de la posición competitiva de la compañía o ineficiencias en el seno de los procesos y del modelo de negocio.

Por su parte, el término estrés financiero (“*financial distress*” en inglés) se ha definido como aquella situación en la que una erosión en la capacidad de generar ingresos de una compañía va a provocar en un momento determinado su incapacidad de repagar tanto el interés como el principal de sus deudas (Gordon, 1970).

Vemos a la luz de estas definiciones que un deterioro operativo en una compañía (i.e., estrés económico) va a ser, de hecho, la mayoría de las veces el causante principal de la incapacidad de repago de deudas (i.e., estrés financiero).

La severidad del estrés financiero es gradual podemos encontrarla en distintos grados de intensidad, cada uno de los cuales requiere unas medidas de actuación diferentes tendentes a revertir esa situación (Damodaran, 2009). Podemos consecuentemente encontrar tres escenarios de estrés financiero (Buttignon, 2020):

- a. Una situación de dificultad limitada, donde la compañía no tiene problemas relativos al servicio de la deuda (i.e., pagar principal e intereses) en el corto plazo, pero el empeoramiento de la situación operativa hace que determinadas ratios y compromisos financieros¹ (*covenants* en inglés) de la deuda existente hayan sido traspasados. Esta situación suele conllevar la renegociación de dichos compromisos, o la realización de determinadas actividades tendentes a revertir la

¹ Un *covenant*, o compromiso, es una promesa plasmada contractualmente existente en el contexto de contratos de financiación consistente en que el deudor se compromete a que ciertos umbrales no se alcanzarán, o ciertas actividades no se llevarán a cabo. Ejemplo de umbral es que la deuda financiera neta de la compañía no supere 6 veces el EBITDA, mientras que ejemplo de actividades prohibidas por los *covenants* es la venta de determinadas divisiones o filiales. Fuente: *Cornell Law School*.

situación (e.g., venta de activos no estratégicos, recapitalizaciones, mejora del desempeño operativo, etc.).

- b. Una situación en la que, además de lo mencionado anteriormente, empieza a haber problemas en el servicio de la deuda a corto plazo, pero la viabilidad a medio y largo plazo, sino intacta, no está comprometida.
- c. Una situación en la que la compañía no parece capaz de cumplir con sus obligaciones existentes (i.e., tanto a largo como a corto plazo) sin acometer intervenciones extraordinarias en la estructura de capital así como a nivel estratégico y operativo (Buttignon, 2020).

Las razones por las que las compañías padecen en un momento dado estrés financiero son variadas. Destacamos las siguientes (Altman, 2019):

- a. Rendimiento operativo pobre y alto endeudamiento

Un rendimiento operativo por debajo de las expectativas puede deberse a diversos factores: mala política de fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés) competencia internacional (e.g., en la industria textil), sobrecapacidad, nuevos canales competitivos en una determinada industria (e.g., retail), cambios bruscos en los precios de las materias primas (e.g., energía) o industrias cíclicas ante una situación de crisis económica (e.g., aerolíneas). Los altos niveles de endeudamiento agravan las probabilidades de estrés en caso de que cualquiera de estas cuestiones ocurra.

- b. Falta de innovación tecnológica

La innovación tecnológica hace que las empresas que no innovan sufran grandes choques. La llegada de nueva tecnología a veces amenaza la supervivencia de aquellas compañías que poseen tecnologías que, si bien siguen siendo funcionales, están quedándose obsoletas.

- c. Problemas de liquidez y financiación

El denominado riesgo de refinanciación es aquella posibilidad que, ante situaciones de contracción en los mercados de crédito, por ejemplo, ante una crisis económica, los deudores (i.e., compañías) sean incapaces de refinanciar su deuda con vencimientos cercanos, lo que lleva a que su viabilidad y estabilidad a corto plazo se vea comprometida. Esto fue particularmente importante en la crisis de 2008 y la consiguiente crisis y

contracción crediticia. Como veremos en el caso práctico, la compañía analizada ha realizado múltiples refinanciaciones en los últimos años que, de no ser por ellas, seguramente habría tenido muchas probabilidades de quiebra.

d. Obligaciones y pasivos inesperados

La aparición repentina de obligaciones y pasivos inesperados, como por ejemplo indemnizaciones elevadas fruto de litigios, o sanciones, puede comprometer de manera letal la viabilidad de una compañía. Esto es especialmente importante en industrias que, por la sensibilidad de la actividad que desempeñan, pueden ser objeto de esta clase de sanciones: salud, industria química, armamentística, tabacalera, entre otras. Un ejemplo de una situación como esta fue lo acontecido en 2008 y 2009 con *Peanut Corporation of America* (PCA), una empresa fabricante de cacahuetes norteamericana, quien terminó yendo a la bancarrota como consecuencia de las indemnizaciones derivadas de las demandas de uno de los mayores episodios de contaminación alimenticia de la historia de EE. UU., de quien la PCA fue protagonista como consecuencia de un brote masivo de salmonelosis (AP, 2014) que dejó 9 muertos y al menos 714 personas intoxicadas.

2.2 Problemas de liquidez históricos en las empresas españolas, especial mención al COVID-19

La irrupción del COVID-19 supuso posiblemente la mayor disrupción productiva en la historia reciente. Casi de la noche a la mañana, negocios de prácticamente todos los sectores se vieron obligados a congelar su producción, y sólo unos pocos sectores afortunados, lejos de sufrir, se vieron reforzados, como el sanitario o el agroalimentario.

Pero la realidad es que la práctica totalidad de empresas sufrieron un impacto negativo, motivado por la desaparición casi al completo de la demanda consumidora y la incertidumbre acerca de la duración que esa situación iba a tener. Como consecuencia de ello, el PIB español cayó un 10,8% en 2020 (Banco de España, 2021).

Encontramos en el ejemplo del COVID-19 todos los elementos que, al menos desde un punto de vista teórico, son conducentes a una situación de estrés financiero: vencimiento próximo de deudas contraídas esperando unos niveles normales de ventas y generación de caja, parón repentino de las ventas como consecuencia de los confinamientos y los

desánimos en el consumo, y la congelación de los mercados de capitales y financieros con la consiguiente dificultad para refinanciarse.

La rápida y conjunta actuación de gobiernos y bancos centrales, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores como la crisis de 2008 o la crisis del euro a partir de 2010, hizo que el impacto real de la pandemia en los niveles de bancarrotas y destrucción de tejido empresarial fuesen mucho menores de lo que en circunstancias normales hubiese sido esperable. Esto fue posible gracias a medidas como el programa de compra de activos (*Pandemic Emergency Purchase Programme* - PEPP)² o el mantenimiento de los tipos de interés bajos.

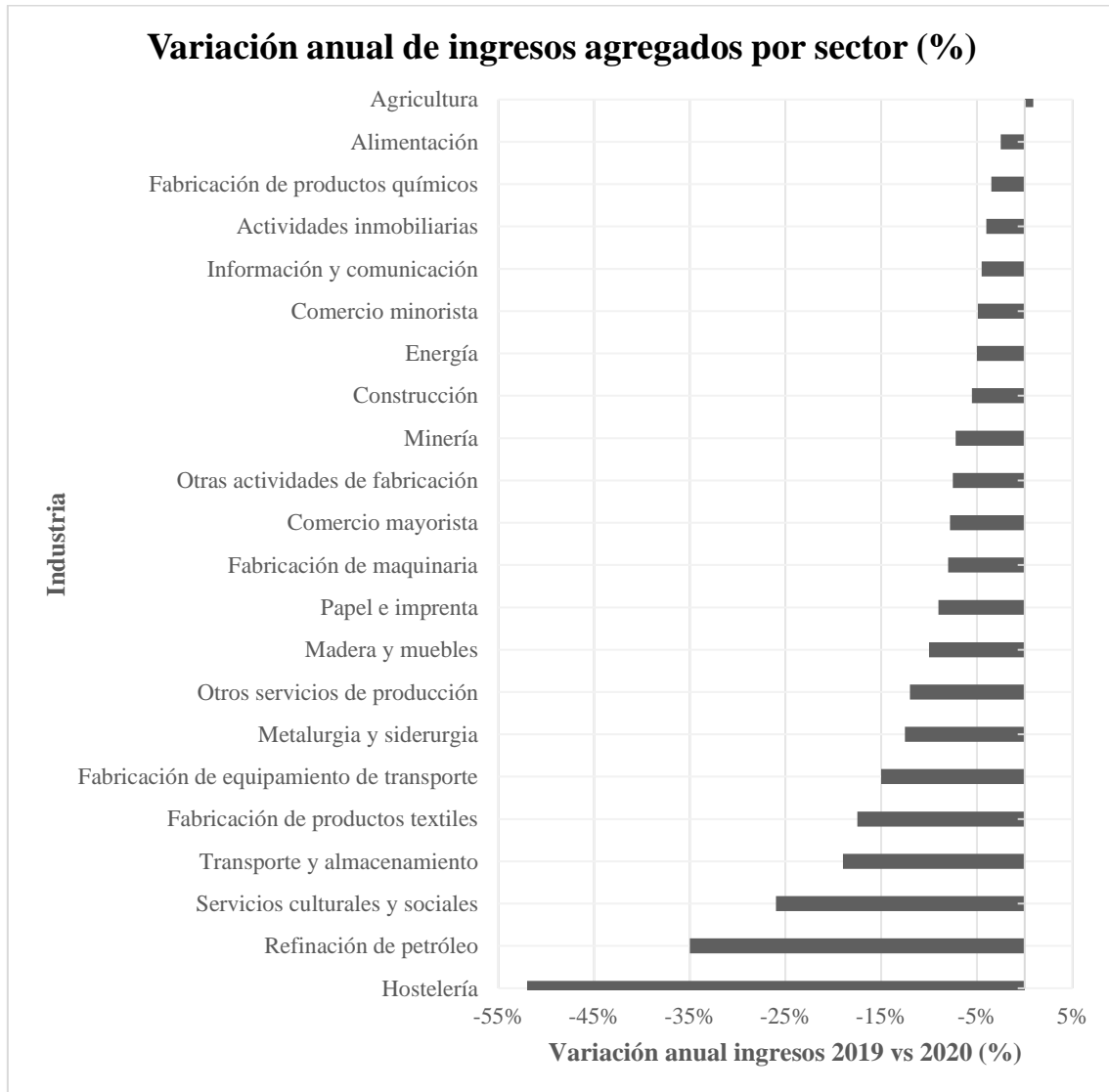
En el caso de España, la publicación del Banco de España *Impact of the COVID-19 crisis on Spanish firms' financial vulnerability* (Banco de España, 2021) estudió el impacto del COVID-19 en la situación financiera de las empresas en nuestro país, y vía simulaciones estimó posibles escenarios a este respecto en el periodo 2021-2023. En ella además se reconoce que la actuación del BCE amortiguó la crisis en 2020 y 2021, pero que los niveles de estrés financiero se prevé que van a ser significativamente mayores de lo normal en los años venideros 2022 y 2023 (en concreto un aumento de entre 2 y 3 puntos porcentuales en las empresas que van a ver comprometidas sus capacidades de repagar sus deudas).

Esa publicación estimó que el 70% de empresas españolas no financieras tuvo necesidades de liquidez entre abril y diciembre de 2020, lo que supone 13 puntos porcentuales (pp) por encima de los niveles prepandemia. Vemos, pues, que antes de la pandemia las empresas ya estaban necesitadas de liquidez, y que es un problema estructural en nuestra economía. A nivel sectorial, el déficit de liquidez ha sido, tal y como era esperable, mayor en aquellos sectores definidos por el BdE como muy afectados por la pandemia (el 80% de estas empresas tuvieron problemas de liquidez, 18pp más que en circunstancias normales), como por ejemplo hostelería o cultura. Siendo este porcentaje ligeramente inferior en los sectores moderadamente afectados (68%), como por ejemplo minería o manufactura, y poco afectados (67%), como agricultura o fabricación de productos químicos.

² Medida de política monetaria no convencional llevada a cabo por el BCE para inyectar liquidez en el sistema consistente en la adquisición de activos de empresas e instituciones.

El impacto sectorial ha sido bien distinto. En el siguiente gráfico elaborado por los autores del presente trabajo vemos la variación de ingresos entre 2019 y 2020 por sector:

Ilustración 1: Variación anual ingresos provocada por el COVID-19 por sector. Cifras aproximadas.



Fuente: Adaptación a Banco de España.

Por último, el número de empresas con fondos propios negativos aumentó 10 puntos porcentuales hasta situarse en el umbral del 25%. Es decir, una de cada cuatro compañías presentaba este indicador.

La rentabilidad y los márgenes también se erosionaron significativamente, siendo mayor en el segmento PYMEs (5 pp) que en las compañías de más tamaño (4,3 pp).

2.3 Empresas en declive y estrés financiero

Las compañías que están en declive no necesariamente tienen que estar en situación de estrés financiero, pues, como hemos apuntado anteriormente, esto dependerá en última instancia de los vencimientos de su deuda y la capacidad de la generación de caja de la compañía para hacer frente a dichos vencimientos. Creemos sin embargo oportuno efectuar una clasificación de las notas distintivas de una compañía en declive, pues creemos que la compañía sobre la que versa el caso, Prisa, no sólo está o ha estado en situación de estrés financiero, sino que además de eso su situación es de declive por las circunstancias estructurales de la industria en la que se encuentra.

A continuación procederemos a enunciar las notas distintivas de una empresa en declive, que no necesariamente en estrés financiero, y caracterizaremos algunas características financieras de la compañía sobre la que versará el caso práctico, Promotora de Informaciones S.A.

Utilizando la configuración de Aswath Damodaran (2009), una empresa en situación de declive cuenta con una estructura aproximadamente de la siguiente manera:

Ilustración 2: Balance de una empresa en decadencia.

Activo	Pasivo
<ul style="list-style-type: none"> • Inversiones existentes que generan flujos de caja actualmente <p>Todo el valor viene de ellas, y algunos o muchos de estos activos pueden tener más valor si son liquidados.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Valor esperado de inversiones futuras <p>Muy poco o nada de valor, que puede incluso ser negativo si la compañía lleva a cabo malas inversiones.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda <p>Si la compañía tiene elevada deuda, hay posibilidad de distress.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fondos Propios.

Fuente: Adaptación de Aswath Damodaran (2009).

Como vemos, una característica fundamental de las compañías en decadencia es que de las inversiones que acometen o, en otras palabras, el crecimiento futuro, no obtiene prácticamente valor alguno. Esto es una diferencia fundamental de los negocios en declive de aquellos negocios que, sin estar en declive, pueden ser considerados como maduros,

puesto que los negocios maduros, a pesar de que la mayor parte de su valor lo otorgan sus negocios actuales, las perspectivas de crecimiento siguen aportando cierto valor.

Un negocio en declive cuenta con una serie de características (Damodaran, 2009): ingresos estancados o decrecientes, márgenes estancados o decrecientes, ventas de activos y desinversiones, grandes repartos de dividendos o recompras de acciones, y altos niveles de apalancamiento. A continuación procedemos a explicar cada una de ellas, presentando asimismo información financiera de Prisa que cumple con la práctica totalidad de ellas:

i. Ingresos estancados o decrecientes

Uno de los indicativos más evidentes de que una compañía se encuentra en declive es quizás el comportamiento de sus ingresos en el tiempo. Unos ingresos estancados o menores que las tasas de inflación son indicativos de que algo no va bien, ya sea a nivel empresa o industria. Esto último es indicativo y nos puede dar una posible solución: si el decrecimiento y estancamiento de ingresos es algo propio de la empresa analizada y no de su sector, quizás el equipo gestor sea el responsable y con una sustitución el problema podría solucionarse. Sin embargo, si es el sector entero el que hace frente a un estancamiento de los ingresos, entonces un cambio del equipo gestor no tiene por qué solucionar un problema estructural de ese sector.

En el particular caso de Prisa, vemos cómo sus ingresos han caído de manera constante en los últimos 5 años:

Ilustración 3: Evolución ingresos del grupo Prisa en los últimos 5 años.

Año	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos ordinarios	1.157	1.309	1.065	937	691
Crecimiento ingresos	(14%) ³	13%	(19%)	(12%)	(26%)

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos, la caída de ingresos ordinarios es notable. Debemos tener en cuenta que en 2020 se desinvertieron activos, que generaban también ingresos. Como veremos posteriormente, se trata de la filial del Grupo Santillana para España, que era la filial del negocio de educación del grupo para España. La matriz, Grupo Santillana, está integrada por un conjunto de editoriales dedicadas a la edición de libros de texto así como diversos

³ Respecto a los 1348 millones de facturación del año anterior. Fuente: FactSet.

contenidos educativos, y que contaba con presencia en España y sobre todo en Latinoamérica. De acuerdo con las cuentas *pro-forma* publicadas por Sanoma, el comprador, Santillana España tuvo ingresos en 2020 de c. 107 millones de euros (GlobeNewsWire, 2021). Por tanto, de haberse mantenido en balance el grupo también habría visto sus ingresos decrecer en 2020.

ii. Márgenes estancados o decrecientes

Además de la caída de ingresos, en las compañías en declive tiende a verse una contracción de márgenes y rentabilidad. Esto es debido, principalmente, a dos factores. En primer lugar, las compañías en esta situación pierden capacidad de fijación de precios y poder de negociación con sus proveedores. En segundo lugar, las compañías tratan de bajar precios desesperadamente para ganar clientes, muchas veces sin éxito. En el caso de Prisa:

Ilustración 4: Evolución márgenes del Grupo Prisa.

Año	2016	2017	2018	2019	2020
Margen EBITDA	13%	16%	15%	16%	7%
Margen Bruto (EBIT)	28%	28%	35%	29%	20%

Fuente: FactSet.

iii. Ventas de activos y desinversiones

Si una de las características mencionadas es que cabe la posibilidad de que los activos de una empresa en declive valgan más por separado, o para otros capaces de optimizarlos mejor, es comprensible y hasta razonable que la compañía en declive decida venderlos al mejor postor, esperando obtener el máximo valor. Si a esto le sumamos la habitual elevada carga de deuda de las compañías en declive, la idea de vender los activos obteniendo valoraciones elevadas para repagar deuda, repartir dividendos y contentar a los accionistas parece buena.

En el contexto de Prisa esto ocurrió en 2020 con una gran venta: la de su filial de educación y editorial Santillana España. La filial, con ingresos de 106,6 millones de euros, e ingresos operativos (EBITDA) de 36,3 millones⁴ en 2020, fue vendida por 465 millones

⁴ 29,5 millones de euros de EBIT sumados a 6,8 millones de amortizaciones de la filial, de acuerdo con los datos *pro-forma* publicados por Sanoma.

de euros⁵, que serán abonados íntegramente en efectivo tras descontar la deuda de, según las estimaciones de Prisa, 53 millones. Si atendemos al resultado de explotación (EBITDA) medio del ciclo educativo del periodo 2017/2019, el precio por la venta de Santillana España supone un múltiplo de 9,6x, por encima de los múltiplos de las principales transacciones comparables en el sector (Grupo Prisa, 2020), tal y como aseguró el propio Prisa.

Estratégicamente, esta venta, que se trata del 21% del Grupo Santillana, permitirá a Prisa centrar sus esfuerzos en los negocios educativos de corte digital (*ed-tech*) del grupo en Latinoamérica, donde es el único operador educativo con presencia en todos los países de la zona, así como en sus plataformas de media por suscripción.

Además de Santillana España, ese mismo año 2020 Prisa también vendió su 64,47% de Media Capital, un grupo de medios portugués. Tal y como aseguró Prisa en un comunicado (Grupo Prisa, 2020), a cambio de ese paquete accionarial Prisa obtuvo 36,8 millones de euros, mediante transmisiones independientes en bloque de las acciones a diversos inversores. Además de estas dos transacciones, también se vendieron una serie de activos no estratégicos en Latinoamérica.

Estas dos desinversiones permitieron al grupo amortizar, con carácter previo a la a la refinanciación, 417 millones⁶ de euros de su deuda.

iv. Reparto de dividendos y recompra de acciones

Los flujos de caja positivos procedentes de ventas de activos, o de los negocios actuales que siguen siendo, aunque cada vez menos, rentables, provoca que muchas empresas en estas situaciones usen esa disponibilidad de caja para repartir dividendos a los accionistas así como recomprar acciones.

En el caso de Prisa esta situación no se dio como consecuencia de los sucesivos acuerdos de refinanciación que tuvo la compañía por los que se limitó la posibilidad de repartir dividendos.

⁵ Este precio es el conocido como Enterprise Value (EV). El coste neto para Sanoma sería la cifra resultante de sustraer a estos 465 la deuda asumida.

⁶ Información extraída de las notas explicativas a los Estados Financieros de 2020, Prisa.

2.4 Características de una compañía en estrés financiero

No existen unos criterios objetivos e inamovibles acerca de qué se considera estrés financiero, o a partir de qué punto una compañía se encuentra en ese estadio. Se han apuntado una serie de ratios e indicadores clave como sugerentes de una situación tensionada, si bien es cierto que todo va a depender de la compañía en cuestión, de su sector y de las circunstancias del momento.

Las ratios financieras, en términos generales y no sólo las predictoras de estrés financiero, tradicionalmente se han agrupado en 5 categorías o pilares (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008): ratios de solvencia a corto plazo (ratios de liquidez), ratios de solvencia a largo plazo (ratios de apalancamiento financiero), ratios de gestión de los activos de la compañía (rotación), ratios de rentabilidad y ratios de valoración de mercado.

De acuerdo con la literatura académica, existen diversos análisis que pueden realizarse (tests) para determinar la solvencia y las probabilidades de caer en una situación de estrés financiero de una compañía. Por un lado, encontramos modelos unidimensionales (aquellos que valoran las ratios de manera independiente), y por otro los modelos multidimensionales (aquellos que valoran las ratios de manera conjunta aplicando índices sintéticos denominados Z). En estos últimos, a continuación aplicaremos el modelo de Altman (Altman, 1968).

El primero de ellos, el de Altman, es un indicador compuesto de la siguiente manera:

$$Z_{\text{Altman}} = 1,2 A + 1,4 B + 3,3 C + 0,6 D + 0,99 E$$

Donde:

A = Capital Circulante/Activo Total

B = Resultado retenido/Activo total

C = BAIT/Activo total

D = Capitalización bursátil/Valor contable de los pasivos

E = Ventas/Activo total

De acuerdo con este índice, una puntuación por debajo de 1,8 indica que la compañía muy seguramente se dirija hacia la quiebra, entre 1,8 y 2,9 la empresa se encuentra en una

situación incierta, y una puntuación por encima de 3 indica que la compañía tienen pocas posibilidades de que esto ocurra.

Además del mencionado Z-Score de Altman, existen múltiples análisis unidimensionales que analizan una a una las ratios, en lugar de hacerlo en conjunto. De acuerdo con un estudio elaborado por Amat (Amat, 2016), las ratios que en el mercado español más han predicho el estrés financiero son Activos Corrientes/Pasivos Corrientes, Patrimonio neto/Activos, ROA y ROE.

Ilustración 5: Análisis unidimensional de Amat.

Ratio	Compañías Insolventes	Compañías sanas
Activos Corrientes/Pasivos Corrientes	<1,2	$\geq 1,42$
Patrimonio neto / Activos	<0,3	$\geq 0,4$
ROA	<0,01	$>0,05$
ROE	<0,03	$>0,07$

Fuente: Elaboración propia.

Como veremos posteriormente, estos dos análisis serán efectuados sobre la compañía sobre la que versa el Caso Práctico.

2.5 Vías para abandonar la situación de estrés financiero

Vista la definición y notas distintivas del estrés financiero, y la pertinente diferenciación con una situación de declive empresarial, es momento ahora de ocuparse de qué soluciones tiene a su alcance una empresa que se encuentra en esta situación. Como hemos visto, la situación de estrés financiero se caracteriza por la insuficiencia de generación y disponibilidad de caja para servir a la deuda que vence, tanto principal como intereses.

Para tratar de solventar esta situación existen diversas alternativas al alcance de las empresas (o “*debtors*”, en la jerga). Nos basaremos en el Caso Práctico de *Houlihan Lokey* titulado *Selling the Troubled Company* (Houlihan Lokey, 1995), y las ordenaremos de menos a más gravosa.

2.5.1 Refinanciación de la deuda

La refinanciación de la deuda es la primera de las alternativas. En líneas generales, se trata de repagar la deuda existente tomando prestada una cantidad menor, equivalente, o

mayor a la deuda que se pretende extinguir, dependiendo de las circunstancias concretas. Esta alternativa es adecuada en escenarios en los que por un lado la compañía no está en una situación tan crítica que *de facto* imposibilite dar con financiadores, y por otro que el escenario macroeconómico de liquidez en los mercados de deuda y coste de dicha financiación sean adecuado. La refinanciación no tiene que consistir necesariamente en deuda, sino que puede buscarse una nueva aportación de recursos propios vía accionistas actuales o sumando nuevos accionistas a la compañía. Una inyección de tanto deuda como, en su caso, fondos propios, o ambas, puede proporcionar a la compañía la caja necesaria para hacer frente al servicio de la deuda hasta que la situación de generación operativa se estabilice.

Una refinanciación tiene como ventajas la promoción de la estabilidad económica en el seno de la compañía, al tiempo que se refuerza la confianza de clientes y proveedores. Supone una suerte de nuevo comienzo para la empresa. Tiene, no obstante, ciertas desventajas. En primer lugar, como hemos mencionado, en una situación de estrés financiero va a ser muy complicado atraer a inversores dispuestos a invertir exigiendo rentabilidades medias o bajas. Estos nuevos acreedores o accionistas están asumiendo riesgos de múltiples tipos; desde litigación, hasta insuficiencia de activos para repagar los colaterales en caso de ejecución, pasando por el problema de la estructuración de garantías en estos nuevos créditos o tramos de financiación y su convivencia con deudas pretéritas. Por otra parte, la búsqueda de financiación adicional suele ser un proceso lento, y en situaciones de estrés financiero la rapidez es un elemento clave.

Además, las refinanciaciones suelen incluir modificaciones en los términos de la deuda, por lo general respecto a los vencimientos, tipos de interés y compromisos financieros. E en este tipo de procesos donde la línea divisoria entre refinanciación y reestructuración se nubla. Sirva como ejemplo la última de las refinanciaciones del Grupo Prisa anunciada a principios de marzo de 2022. En ella, el Grupo refinanció 900 millones de euros de deuda, extendiendo vencimientos⁷, reformulando la estructura de capital⁸, abaratando costes⁹ y

⁷ De marzo de 2025 a hasta junio de 2027.

⁸ Se pasó de una estructura de capital consistente en (i) línea Super Senior de 150 millones, (ii) línea de crédito revolvente de 80 millones y (iii) un tramo subordinado de 750 millones, a una nueva estructura consistente en (i) un préstamo Super Senior de 159m, (ii) una línea de crédito revolvente de 80m, (iii) un tramo de 569m Senior, y (iv) un tramo subordinado de 181m.

⁹ Se pasó de un coste ponderado de 7,16% a uno de 5,99%.

flexibilizando los compromisos financieros¹⁰. Es por eso que operaciones como la descrita son refinanciaciones que implican una restructuración (no de mucha entidad) de la estructura de capital.

2.5.2 Venta de la compañía

La organización de un proceso de venta inmediato y rápido es otra alternativa que los accionistas actuales de la compañía tienen a su alcance. Ya sea mediante una venta de activos (“*asset deal*”) o del *equity* de la compañía (“*share deal*”), una operación de fusión o adquisición (M&A por sus siglas en inglés) en este contexto puede ayudar a sanear la situación al tiempo que se desbloquea el valor remanente para los accionistas. Otra ventaja adicional es la posibilidad de reducir las tensiones entre los acreedores asegurados y no asegurados, puesto que esta venta y un nuevo horizonte bajo el paraguas del o los compradores puede resucitar las perspectivas de viabilidad para éstos.

El principal inconveniente de optar por una venta tiene que ver con un problema que abordaremos infra en este trabajo; la valoración de una compañía en estas circunstancias. Puesto que uno de los principales factores clave para valorar cualquier activo, incluida una empresa, es la generación de caja futura, un crecimiento bajo o nulo sumado a una probabilidad de quiebra hacen que el precio al que los potenciales compradores estén dispuestos a adquirir la compañía en estrés financiero o profundo declive sea muy a la baja.

Debido a las características anteriormente enunciadas de estas situaciones de estrés financiero y declive empresarial, existen evidentes diferencias entre un proceso de venta de una compañía “sana” y el de una compañía endeudada y en riesgo. Por ejemplo, el proceso de Due Diligence es mucho más complejo y opaco en una situación de estrés, dado el carácter muchas veces enfrentado e intereses opuestos de las múltiples partes involucradas. Además, a veces en estas situaciones también hay malas prácticas corporativas o contables de por medio, por lo que es posible que la información sobre la que típicamente se basan estos procesos esté coartada o limitada.

Desde un punto de vista de valoración, tal y como veremos en sucesivos apartados del presente trabajo, la valoración de empresas estresadas tiende a ser a la baja por varios

¹⁰ Se eliminó el compromiso financiero de 4,25x DFN/EBITDA en septiembre de 2023.

motivos, siendo el fundamental la mayor tasa de descuento utilizada, al ser el riesgo igualmente mayor. Podemos ver sintetizadas las diferencias que acaban de ser enunciadas en el cuadro adjunto.

Ilustración 6: Diferencias entre una operación de M&A tradicional y una operación de distressed M&A.

	M&A Tradicional	Distressed M&A
<i>Due Diligence</i>	Información disponible y organizada	Información opaca y confusa
Tiempos y plazos	Rápidos	Urgentes
Valoración	A niveles o por encima de mercado	Por debajo de mercado
Proceso competitivo	Número relativamente alto de potenciales compradores	Número relativamente bajo de potenciales compradores (muchas veces bilateral)
Asunción de deudas	Típicamente asumidas por el comprador	Típicamente el comprador es capaz de evitar la asunción de deudas
Tipo de proceso (legal)	Fuera de Tribunales	Dentro o fuera de Tribunal
Equipo gestor	Probablemente se quede tras la operación	Probablemente se vaya tras la operación
Estrategia	Crecimiento o sinergias	Arreglo de la situación

Fuente: Nesvold (2011)

2.5.3 Reestructuración

Además de una venta o refinanciación, la empresa optar por una reestructuración financiera (también llamada “*workout*”) consensuada con los acreedores (“*creditors*”, en la jerga). Una reestructuración financiera es un proceso llevado a cabo habitualmente fuera de los tribunales de justicia a partir del cual una entidad próxima al impago negocia un calendario de pagos o un plan con sus acreedores de tal manera que sea viable ese repago de sus deudas (Nesvold, P. H., Anapolsky, J., & Lajoux, R. A, 2011). Se trata de un proceso altamente consensual, en el que todas las partes van a tener de alguna manera ceder para acomodar los intereses superiores del colectivo. La dirección y magnitud concreta de esos acomodos dependerá del poder negociador de las partes.

Un proceso de *workout* o reestructuración generalmente concluye con la imposición a la compañía de *covenants* agravados a corto plazo, puesto que los acreedores están preocupados acerca del pobre rendimiento de la compañía. Los acreedores suelen formar un comité que los representa a todos y que negocia en su nombre la reestructuración de

las obligaciones, préstamos y demás productos de deuda. Mientras que los acreedores tienen en su mano el solicitar la ejecución de las deudas si éstas se encuentran vencidas, típicamente los acreedores, en aras de lograr a la larga un mayor retorno, en lugar de ejecutar las garantías llevan a cabo alguna o algunas de las siguientes actuaciones (Nesvold, P. H., Anapolsky, J., & Lajoux, R. A, 2011):

- i. Aumento del tipo de interés.
- ii. División del interés a pagar en interés en efectivo (“*cash interest*”) y el conocido como interés “*payment in kind (PIK)*”, consistente en que los intereses se acumulan al principal y devengan a su vez más intereses.
- iii. Alteración del calendario de amortización.
- iv. Extensión de los vencimientos.
- v. Admitir un pago parcial o una refinanciación en ese momento, aunque el crédito no esté del todo vencido.
- vi. Modificación de garantías y colaterales.
- vii. Otorgamiento de warrants y opciones sobre los fondos propios de la empresa.
- viii. Cambio forzoso del equipo gestor de la compañía.

Pese a que las consecuencias de una reestructuración pueden ser parecidas a un proceso judicial, los actores participantes suelen preferirlos por múltiples motivos, a saber (Nesvold, P. H., Anapolsky, J., & Lajoux, R. A, 2011):

- i. Mayor control sobre el proceso por dichos participantes.
- ii. Soluciones más rápidas y flexibles.
- iii. Costes administrativos sustancialmente menores.
- iv. Confidencialidad: ausencia de audiencias públicas y publicación de información.

El proceso de reestructuración comienza con el nombramiento de asesores por parte de la compañía. Bancos de negocios especializados se encargan del apoyo a la compañía en la redacción de un plan gracias al cual la compañía muestra a los acreedores cómo pretende hacer para cumplir con sus obligaciones futuras. Los acreedores quieren entender los elementos clave del plan de recuperación (del equipo gestor, un presupuesto anual, un calendario realista y una proyección detallada de la generación de caja semanal o incluso diaria. Además, el plan típicamente suele incluir una reestructuración destinada a crear el pulmón necesario para que la empresa sobreviva en el corto-medio plazo. La magnitud

de la reestructuración propuesta dependerá de cada caso, pero puede ir desde unas pequeñas concesiones por parte de los acreedores, a una transformación radical de la estructura de capital de la compañía. Eventualmente, se llega a un acuerdo por el que se redefine la nueva estructura de capital de la compañía, y que generalmente implica cambios en la estructura de propiedad.

2.5.4 Concurso de acreedores

La cuarta y más gravosa alternativa en manos de la empresa (y de sus acreedores) es la solicitud de concurso de acreedores. Pese a que la amenaza de la solicitud es una poderosa arma negociadora en manos de la compañía (Houlihan Lokey, 2002), el mayor inconveniente de esta vía es su disrupción en la operativa de la empresa, y particular en clientes, proveedores y empleados. En una situación concursal, los acreedores cobrarán sus créditos en virtud de las normas de la ley concursal sobre prioridad en el cobro y garantías. No profundizaremos más en esta cuestión al exceder y quedar fuera de los objetivos del presente trabajo.

3 MARCO TEÓRICO: VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DECLIVE Y EN SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO

3.1 Introducción: dificultad de aplicar los métodos de valoración tradicionales a situaciones de estrés financiero

La aplicación de los métodos tradicionales de valoración¹¹ a situaciones de estrés financiero, al menos de la misma manera y sin ajustes, puede otorgar valoraciones incorrectas que lleven a los usuarios de dichas métricas a cometer errores a la hora de acometer inversiones o desinversiones. Con carácter general, la aplicación de estos métodos a firmas en situación de estrés financiero es particularmente difícil por diversos motivos (Altman, Hotchkiss, Wang, 2019):

- i. Las métricas históricas son menos útiles en la proyección de flujos de caja futuros.
- ii. El uso de precios de mercado sobre los títulos de la compañía no siempre es posible.
- iii. La aceptación de métodos de valoración alternativos probados útiles en estudios académicos ha sido lenta e incompleta.
- iv. Las valoraciones pueden estar condicionadas por el poder negociador de las partes negociantes e intervinientes en el proceso. Este poder negociador varía en función de las garantías y colaterales, el *seniority* de cada tramo de financiación de la estructura de capital, etc.

En el presente apartado, se expondrán los métodos de valoración tradicionales, explicando su funcionamiento y matizando todos aquellos ajustes que precisan ante una situación de estrés financiero.

3.2 Descuento de Flujos de Caja (DCF)

A continuación expondremos el marco teórico del método de Descuento de Flujos de Caja (DCF, por sus siglas en inglés) tal y como se suele utilizar por los integrantes del mercado para empresas sanas, y mencionaremos las dificultades existentes al valorar empresas en situación de estrés financiero, proponiendo los ajustes que consideramos que capturarían mejor el valor real de estas compañías.

¹¹ Descuento de flujos de caja, múltiplos comparables y múltiplos de transacciones precedentes, entre otros.

3.2.1 Concepto e introducción

El descuento de flujos de caja, más conocido como *Discounted Cash Flow* (DCF), es un método de valoración fundamental o intrínseco, a diferencia de los métodos de valoración relativos y de mercado que trataremos en los puntos posteriores. Por este motivo, la valoración intrínseca supone una alternativa a métodos de valoración basados en el mercado, que pueden estar distorsionados por diversos factores, incluidas aberraciones de mercado como la contracción de crédito de la situación posterior a la crisis *sub-prime*, y es que es por esta independencia por la que es un buen método para testear la valoración de mercado de una compañía cotizada, así como poner un valor a una compañía cuyos títulos no coticen (Rosenmaum & Pearl, 2013).

El método de descuento de flujos de caja parte de la premisa básica de que el valor de una compañía, al igual que de cualquier otro activo, consiste en el valor presente de los flujos de caja futuros. Los flujos de caja utilizados y proyectados en el DCF son los denominados flujos de caja libre, para cuyo cálculo y proyección futura se tienen en cuenta determinadas asunciones y juicios relativos a crecimiento de ventas, márgenes y rentabilidad, variación y necesidades de capital circulante o *Working Capital* (WK) así como de CAPEX. La proyección se suele hacer a un plazo relativamente predecible de tiempo, típicamente 5 años¹². Dada la enorme dificultad para proyectar de manera precisa el desempeño financiero de una empresa en un periodo largo de tiempo, se utiliza un valor terminal para capturar el valor residual de la compañía más allá del periodo proyectado.

Calculados los flujos de caja de cada año proyectado, así como el valor terminal, se descuentan todos ellos al presente utilizando una tasa de descuento que tenga en cuenta los riesgos financieros y de negocio de la compañía: el Coste Medio Ponderado de Capital, o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). El WACC es crucial, ya que el resultado total de la valoración es enormemente sensible a las asunciones efectuadas en el WACC y sus componentes.

De hecho, es tal el impacto de las asunciones, tanto del WACC como de otras cuestiones, que generalmente no se mira a un valor concreto otorgado por el DCF, sino que se realiza un análisis que testea el impacto de las asunciones en el valor final, denominado análisis

¹² Sin perjuicio de que por las características de una determinada industria cuya facilidad de proyección a más largo plazo es viable, como por ejemplo las industrias basadas en concesiones administrativas.

de sensibilidad (Rosenbaum & Pearl, 2012). Estas asunciones son la gran ventaja del DCF respecto a otros métodos de valoración, pero a la vez su principal debilidad, habida cuenta de la alta sensibilidad anteriormente mencionada.

El sumatorio de los flujos de caja y del valor terminal descontados al WACC da lugar, tras unos ajustes, al valor del negocio o *Enterprise Value* (EV) (Rosenbaum & Pearl, 2012), que sustraída la deuda financiera neta y ajustadas otras partidas como los eventuales planes de opciones para directivos existentes en la empresa, o los intereses de socios externos en filiales del grupo, da lugar al *Equity Value* o valor de los recursos propios.

3.2.2 Cálculo de los flujos de caja libres y proyecciones

El flujo de caja libre hace referencia a la caja generada por la compañía después de pagar sus gastos operativos e impuestos, así como cubrir las inversiones de CAPEX y capital circulante, pero antes de pagar intereses y de repagar deudas. Vemos aquí una de sus fundamentales notas distintivas: su independencia de la estructura de capital, al no tener en cuenta los intereses, dependientes directamente de la cantidad de deuda que tenga la empresa en su balance.

En consecuencia, la fórmula para el cálculo del flujo de caja libre es:

$$EBIT - EBIT * t + \text{Amortizaciones y depreciaciones} - CAPEX - \text{Incremento en capital circulante}$$

Donde t hace referencia a la tasa marginal impositiva. Debe advertirse, además, que en caso de haber un decrecimiento en CapEx (i.e., ventas de activos), así como decrecimiento en capital circulante, irán con signo positivo en la fórmula. Esto se debe a que un decrecimiento en capital circulante, al ser el capital circulante igual a activos corrientes menos pasivos corrientes, implica que han aumentado los pasivos corrientes en relación con los activos corrientes. Esto quiere decir, en otras palabras, que se está aumentando la financiación recibida por la empresa, resultando en una entrada de caja y consecuentemente un ítem positivo en la citada fórmula. Algo similar ocurre con el CapEx.

3.2.3 Tasa de descuento

El cálculo del WACC se realiza aplicando la siguiente fórmula:

$$(r_d \times (1 - t)) \times D / (D + E) + r_e \times E / (D + E)$$

Donde:

r_d = Coste de la deuda antes de impuestos

r_e = Coste de los RRPP

t = Tasa impositiva marginal

D = Valor de mercado de la deuda

E = Valor de mercado de los RRPP

A su vez, el coste de los RRPP es calculado mediante el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Sin tampoco entrar en detalle pues no es el objetivo del presente trabajo, el modelo CAPM tiene en cuenta la tasa libre de riesgo (típicamente representada por el interés de los bonos del estado a un determinado plazo) más un diferencial, que suele ser calculado como la Beta de la compañía multiplicada por la prima de riesgo del mercado en general (retorno extra exigido por el mercado de renta variable sobre la tasa libre de riesgo). A su vez, la Beta representa el riesgo sistemático de la compañía, y su cálculo, que puede hacerse de diversas maneras, suele ser a través de una fórmula matemática que mide la covarianza de retornos respecto al mercado.

Como vemos en la fórmula planteada, el uso de una única e invariable estructura de capital nos pone en la tesitura de cuál utilizar, habida cuenta de que en una compañía estresada dicha estructura de capital es cambiante, y difícilmente será identificable una estructura de capital óptima o modelo. Esto es un problema especialmente en el caso de compañías en situación de estrés financiero, dado que la estructura de capital muy seguramente vaya a cambiar a lo largo del tiempo como consecuencia del plan de reestructuración o refinanciación propuesto. Una solución es proyectar un WACC cambiante durante un determinado periodo (en consideración de un mayor coste de recursos propios y/o deuda), que se estabiliza en un momento determinado. Como analizaremos posteriormente, esta es la solución que la literatura sobre la materia (Damodaran, 2009) recomienda ante situaciones de compañías en estrés financiero.

3.2.4 Cálculo del valor residual

La valoración según el método de descuento de flujos de caja se basa en determinar el valor presente de los flujos de caja futuros. Dado que es muy complicado proyectar los flujos de caja de una compañía de manera indefinida, lo que se hace es calcular un valor, denominado valor residual, que contenga el valor de la compañía más allá del periodo proyectado. Debe tenerse en cuenta que el valor terminal suele representar una parte sustancial del valor total de la compañía (~ 70-80%).

El valor residual se calcula sobre el último flujo de caja proyectado, por tanto es importante que en ese momento se haya alcanzado un crecimiento estable. Hay dos maneras de calcular dicho valor (Rosenbaum & Pearl 2012):

- i. Método de Gordon Shapiro: consiste en asumir un crecimiento perpetuo a una determinada tasa “g”. La tasa de crecimiento se suele escoger en función de la industria, y suele oscilar entre 2-4%. Como es lógico, en compañías con riesgo de estrés financiero, hay que ser muy conservador en estas asunciones. Es este método, como veremos posteriormente, el elegido para valorar los negocios de Prisa. La fórmula aplicada es:

$$\text{Valor residual (fin año } N) = FCL_N * (1+g) / (WACC-g)$$

- ii. Múltiplo de salida: consiste en aplicar un múltiplo sobre una métrica del año en cuestión (típicamente sobre el EBITDA), y obtener el valor del negocio en ese año, mediante la fórmula: *Valor Residual: EBITDA_n × Múltiplo de salida*. El problema con esta metodología es que puede otorgar valoraciones y tasas de crecimiento implícitas demasiado elevadas. Por tanto, y como veremos posteriormente en el caso práctico, hemos decidido prescindir de este método al valorar a una compañía en estrés financiero.

3.2.5 Cálculo del valor del negocio, de los recursos propios y precio implícito por acción

Calculados todos estos elementos, se descuentan al presente utilizando las tasas procedentes, y se suman. La cantidad resultante es denominada Valor del Negocio (*Enterprise Value*, en inglés). A su vez, para alcanzar el valor de los recursos propios, el Valor del Negocio debe ajustarse:

$$\text{Valor implícito de los recursos propios} = \text{Valor del Negocio} - \text{Deuda Financiera Neta} - \text{Intereses Minoritarios} \pm \text{Otras Partidas}$$

Obtenido este valor, y dividiéndose por el número de acciones teniendo en cuenta posibles ejercicios de warrants, entre otras cuestiones, hallamos el valor implícito de las acciones de la compañía.

3.2.6 Ajustes al DCF por estrés financiero

Para evitar las perniciosas consecuencias de aplicar el método de descuento de flujos de caja de manera normal y sin ajustes a una compañía en situación de estrés financiero, se deben llevar a cabo ciertos ajustes. Basándonos en lo expuesto por Aswath Damodaran (2009), los ajustes deben aplicarse a distintos hitos:

3.2.6.1. Estimación de los flujos de caja

La estimación de los flujos de caja debe ser razonable y contar con asunciones no excesivamente optimistas, habida cuenta de la posibilidad de estrés financiero. Idealmente, cada flujo de caja descontado debería tener en cuenta la probabilidad de estrés, de tal manera si la probabilidad de que una compañía sufra una bancarrota en el año 1 es del 10%, el flujo de caja del año 2 debe tener en cuenta que hay un 10% de probabilidad de que dicho flujo de caja nunca tenga lugar. Si la probabilidad de bancarrota es del 10% también en el año 2, sólo habrá un 81% de probabilidades de que la compañía tenga flujo de caja en el año 3 ($81\% = 90\% * 90\%$), y así sucesivamente. Como veremos posteriormente, hemos optado por en vez de factorizar esta probabilidad de estrés año a año, tenerla en cuenta al ajustar el valor de los fondos propios.

3.2.6.2. Estimación de la tasa de descuento

La tasa de descuento aplicable es una de las cuestiones fundamentales en la valoración. El primero de los problemas lo encontramos con el cálculo de las Betas. Utilizar las betas históricas de la compañía apoyándose en el clásico modelo de regresión puede ser problemático puesto que estas regresiones históricas comúnmente tienen un desfase respecto al estrés: el motivo es que estas betas se estiman a lo largo de periodos de tiempo dilatados, y aquí el coste de la deuda puede estar sesgado ya sea al alza (si tenemos en cuenta el tipo de interés de los bonos emitidos por la compañía) o a la baja (si tenemos en cuenta los tipos de interés en libros).

i. Para estimar el coste de los recursos propios tenemos dos métodos más adecuados que el uso de las betas por regresión:

- Utilizar la beta tradicional en el modelo CAPM¹³ y añadir a dicho modelo una “prima por estrés”. La fórmula sería:

$$\text{Coste de los RRPP} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta}_{\text{tradicional}} * (\text{Prima de riesgo de mercado}) + \text{Prima por estrés}$$

- Utilizar las betas de mercado (basándose en comparables) no apalancadas¹⁴ para cada uno de los negocios de la empresa que se pretende valorar, y apalancarlas a la estructura de capital de mercado de la compañía. La fórmula sería: $\text{Beta apalancada} = \text{beta no apalancada} * (1 + (1 - t) (\text{ratio de deuda sobre RRPP}))$. Dado que las compañías en estrés financiero típicamente tienen unos ratios de deuda sobre fondos propios elevados, utilizar este método llevará aparejado que la beta calculada conforme a lo anterior sea significativamente mayor que la beta por regresión. Es más, si unimos esto al hecho de que en muchas ocasiones debe ignorarse el escudo fiscal en el coste de la deuda, puesto que la compañía carece de beneficio operativo que reducir, la beta apalancada de esa compañía será todavía mayor. Como veremos posteriormente, esta ha sido la metodología seguida en el caso práctico sobre Prisa.

ii. Para estimar el coste de la deuda de una compañía en estrés financiero, deben tenerse en cuenta diversas cuestiones. En una situación de estrés, los valores de mercado de precios y rentabilidades de mercado de la deuda cotizada van a estar altamente condicionados por la situación tensionada de la compañía, y por las volatilidades de mercado, a menudo alimentadas por la poca información y la incertidumbre, muy comunes en situaciones de estrés financiero. El precio de la

¹³ *Capital Asset Pricing Model.*

¹⁴ Es decir, eliminando el impacto de la estructura de capital en la beta de cada compañía.

deuda cotizada (e implícitamente su *Yield to Maturity* - YTM) es algo en lo que se aprecia la diferencia entre una compañía sana y otra en estrés. En una compañía cuya situación es sana, su deuda suele cotizar cercana al par. En cambio, en una compañía con malas perspectivas de liquidez e incluso supervivencia, la cotización suele ser significativamente bajo par, reflejando de manera implícita sus probabilidades de default, como veremos posteriormente. De igual manera, el valor de los préstamos y líneas de crédito no cotizadas también debe ser matizado. A diferencia de la deuda cotizada, el valor de los instrumentos de deuda no cotizados no cambia y se mantiene estable, lo cual no necesariamente ha de ser representativo habida cuenta de que esos costes posiblemente no sean realistas y acordes a la nueva situación de la compañía, en especial si los términos de esas líneas e instrumentos de financiación se fijaron en momentos en los que la compañía atravesaba una situación mejor. Por todo ello, lo recomendable es utilizar como coste de la deuda la tasa libre de riesgo más una prima por impago (*default spread*, en inglés), según la siguiente tabla:

Ilustración 7: Prima por impago.

Calificación Crediticia S&P	Prima por impago
AAA	0,75%
AA	1,00%
A+	1,50%
A	1,80%
A-	2,00%
BBB	2,25%
BB	3,50%
B+	4,75%
B	6,50%
B-	8,00%
CCC	10,00%
CC	11,50%
C	12,70%
C-	15,00%

Fuente: adaptación Damodaran (2009).

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que si, como veremos a continuación, se utiliza el ajuste final consistente en computar el impacto de la probabilidad de estrés en el ajuste del valor de los recursos propios, no podría utilizarse un coste de la deuda

conforme a esta tabla, puesto que estaríamos teniendo en cuenta esta probabilidad de estrés/impago doblemente: una vez en el coste de la deuda, y otra en el ajuste al valor de los RRPP.

- iii. Para estimar los pesos de los RRPP y de la deuda en la estructura de capital, deben tenerse en cuenta varias cosas. En primer lugar, el primer año debe utilizarse la estructura de capital y el ratio de apalancamiento de ese momento, que será bastante alto para una firma en estrés financiero. En los siguientes años, deberán realizarse estimaciones sobre mejoras en la rentabilidad y consecuentemente ajustes en el ratio de apalancamiento hacia niveles más razonables. Esta aproximación puede reflejar de manera mucho más adecuada el valor de la compañía, puesto que en caso de aplicarse estructuras de capital óptimas o de la industria, puede sobrevalorarse la compañía.

3.2.6.3. Ajuste en el cálculo de los fondos propios

Como hemos ido anticipando anteriormente, Damodaran (2009) nos presenta una alternativa a factorizar las probabilidades de estrés financiero en el cálculo de los flujos de caja y del coste de la deuda. Se trata de valorar a la compañía sin tener en cuenta dicha probabilidad durante el proceso, y una vez obtenido el Valor de los RRPP (*Equity Value*), ajustarlo de la siguiente manera:

$$\text{Valor de los RRPP de la compañía en estrés} = \text{Valor de los RRPP} * (1 - \text{probabilidad de estrés}) + \text{Valor de los RRPP en caso de liquidación} * (\text{probabilidad de estrés})$$

Es decir, calcular el DCF normal (ajustando lo mencionado anteriormente de las betas y la estructura de capital), y proceder a ajustar el valor conforme a esta fórmula.

En esta fórmula se presentan dos conceptos novedosos: probabilidad de estrés, y valor de los RRPP en caso de liquidación. Procedemos a analizarlos por separado:

- i. Probabilidad de estrés: para determinar la probabilidad de estrés, Damodaran nos proporciona 3 vías: (i) métodos estadísticos a partir de datos de empresas que hayan presentado bancarrota históricamente, (ii) de manera implícita en los precios de los bonos cotizados de la compañía en cuestión aplicando una fórmula, y (iii) siguiendo una tabla proporcionada por Damodaran (2009). En este trabajo nos centraremos en esta tercera vía. Al igual que hemos

mencionado respecto a la prima por impago de la deuda¹⁵, Damodaran (2009) nos proporciona unas tablas de distribución de la probabilidad de estrés financiero, y son a ellas a las que nos remitimos:

Ilustración 8: Probabilidad de estrés financiero en función de la calificación crediticia.

Calificación Crediticia S&P	Probabilidad acumulada de estrés 5 años	Probabilidad acumulada de estrés 10 años
AAA	0,03%	0,03%
AA	0,18%	0,25%
A+	0,19%	0,40%
A	0,20%	0,56%
A-	1,35%	2,42%
BBB	2,50%	4,27%
BB	9,27%	16,89%
B+	16,15%	24,82%
B	24,04%	32,75%
B-	31,10%	42,12%
CCC	39,15%	51,38%
CC	48,22%	60,40%
C+	59,36%	69,41%
C	69,65%	77,44%
C-	80,00%	87,16%

Fuente: Damodaran (2009).

- ii. Valor de los RRPP en caso de liquidación: se trata de una suerte de valor liquidativo que parte de la base de que en una situación de estrés elevado y/o bancarota, la compañía vendería sus activos a un descuento significativo respecto a su valor en libros y/o razonable. Encontramos tres opciones:
- Estimarlos como un porcentaje de los flujos de caja esperados en el DCF (un porcentaje naturalmente inferior al 100%).
 - Estimarlos como el valor presente de los flujos de caja de los negocios, inversiones y actividades actualmente existentes. Es decir, asumiendo cero crecimiento futuro.

¹⁵ Que, recordemos, no podrá ser de aplicación si optamos por realizar este ajuste de los RRPP para no computar dos veces lo mismo.

- La más habitual: estimarlo como un porcentaje del valor contable de los recursos propios, basándose en procesos de liquidación históricos.

3.3 Valoración relativa: múltiplos

Los métodos de valoración relativa, entre los que encontramos la valoración por múltiplos de compañías comparables y la valoración por múltiplos de transacciones precedentes, son aquellos métodos que estiman la valoración de una compañía aplicando múltiplos valorativos de otras empresas que, por diversas características como, entre otras, sector y tamaño, le sean comparables (Altman, Hotchkiss, Wang, 2019). La premisa que subyace a esta metodología es que las compañías que sean similares proporcionan un valioso punto de referencia a partir del cual valorar a una compañía dado que comparten con ésta elementos como: características financieras y de negocio, drivers de rendimiento y rentabilidad, así como riesgos (Rosenbaum & Pearl, 2012).

Los tres pasos de estos métodos son:

1. Identificación de compañías cotizadas comparables o transacciones sobre empresas similares, y consiguiente identificación de la información relevante (múltiplos concretos que se pretenden utilizar). Una lista no exhaustiva de elementos que se suelen tener en cuenta para determinar si una compañía es comparable o no son: sector, productos y servicios producidos, clientes y mercados finales en los que opera, canales de distribución, geografías, tamaño, rentabilidad y márgenes, intensidad en CAPEX, perfil de crecimiento, retorno sobre la inversión (ROI), perfil de crédito, entre otros (Rosenbaum & Pearl, 2012).
2. Análisis de cómo el mercado valora a esas compañías para detectar cuestiones relevantes o situaciones especiales que afecten a la valoración.
3. Aplicación de las métricas a la compañía que se pretende valorar. Debido que los datos históricos suelen ser de poca relevancia o aplicabilidad a esta compañía, se suele utilizar un múltiplo prospectivo o “*forward*” para pronosticar el rendimiento de la compañía una vez esté reorganizada. Como ejemplo de cautelas que han de tenerse a la hora de aplicar estos múltiplos, típicamente el EBITDA a corto plazo tras reemerger puede ser potencialmente bajo cuando se está llevando a cabo la reestructuración; aplicar un múltiplo de valoración deprimido o a la baja puede

comprometer y “capar” los prospectivos de crecimiento de la compañía, minusvalorándola. En estos casos, el múltiplo que debe utilizarse es el del primer año de normalidad de operaciones; por ejemplo reflejando los beneficios de una mejora de márgenes tras la eliminación de aquellas líneas de negocio deficitarias (Altman, Hotchkiss, Wang, 2019). Respecto a las transacciones precedentes, cuando una situación de estrés financiero en una industria en particular está agrupada en un periodo determinado de tiempo, las transacciones comparables van a ser exclusiva o casi exclusivamente protagonizadas por empresas en situación de estrés, creando una espiral de disminución valorativa. Como consecuencia, es posible que las transacciones precedentes otorguen una valoración menor que por ejemplo un DCF, cuyas asunciones corresponden a una situación saneada o “base” (Altman, Hotchkiss, Wang, 2019).

3.3.1 Múltiplos comparables

El método de los múltiplos comparables parte de la premisa de que aquellos activos con mismas perspectivas de crecimiento, similar nivel de riesgo, y similitudes respecto a tamaño y modelo de negocio, deben valer lo mismo (Rosenbaum & Pearl, 2012). Sobre esta premisa, la valoración consiste en comparar a la compañía que se pretende valorar, con compañías cotizadas que cumplan estos requisitos de comparabilidad.

De cara a determinar el universo de comparables, se suelen mirar una serie de características en las compañías para determinar la comparabilidad. Se miran cuestiones relativas al perfil de negocio de la empresa como sector, productos y servicios ofrecidos, clientes y mercados servidos, canales de distribución, geografía, así como características financieras, como tamaño, rentabilidad, perfil de crecimiento, retorno sobre la inversión y perfil de crédito (Rosenbaum & Pearl, 2012).

Los múltiplos concretos utilizados varían mucho por sector, y es habitual que se incorporen métricas específicas de cada sector (e.g., EV/Suscriptores en Software o EV/Reservas de petróleo en la industria petrolífera). Dicho eso, los múltiplos EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Ingresos y P/E suelen ser estándares a casi todas las industrias.

En concreto, el método consiste en aplicar estos múltiplos a las métricas en cuestión de la empresa analizada. Por ejemplo si el múltiplo EV/EBITDA de la empresa comparable

es 10x y la empresa que se pretende valora tiene un EBITDA de 10 unidades, esa empresa, según el método de valoración de múltiplos comparables, tendría un valor de negocio (EV) de 100 unidades (10x10).

3.3.2 Múltiplos de transacciones precedentes

El método de transacciones precedentes parte de la misma base que el de múltiplos, con la única peculiaridad de que en lugar de tomarse como referencia compañías cotizadas comparables, se toma como referencia el precio pagado en transacciones ocurridas sobre compañías comparables.

En condiciones normales de mercado (como se verá ratificado en el caso práctico propuesto posteriormente en este trabajo), lo habitual es que la valoración por transacciones precedentes otorgue una valoración superior a los demás métodos de valoración debido a que la prima de control cristaliza (Rosenbaum & Pearl, 2012). La prima de control es un concepto no tan teórico y con implicaciones prácticas consistente en que a cambio de esta prima, el adquirente obtiene el derecho a tomar las decisiones corporativas de esa compañía sobre las que penden los flujos de caja de la misma (Rosenbaum & Pearl, 2012).

3.3.3 Ajustes a la valoración por múltiplos

Respecto a la aplicación de los múltiplos a empresas en estrés financiero, deben tenerse en cuenta las siguientes cuestiones:

- i. Los múltiplos sobre Ingresos, EBIT o EBITDA (por ejemplo EV/Ingresos, EV/EBIT o EV/EBITDA) son mucho más habituales para valorar empresas en estrés financiero, que múltiplos sobre beneficios (por ejemplo P/E o Precio/Valor contable). El motivo es bastante pragmático (Damodaran, 2009), y es que los múltiplos como P/E en muchas ocasiones ni siquiera puede ser computado, puesto que las empresas están dando pérdidas. Conforme más abajo en la cuenta de PyG se descende (i.e., cuanto más cerca del beneficio neto), mayores distorsiones consecuencia de la situación de estrés financiero puede haber. Ejemplo claro de esto es el impacto de los intereses. Cuando una compañía está en situación delicada, y con altos niveles de deuda, los intereses serán significativamente elevados. Ello, sumado a que cada compañía tiene unas condiciones de deuda distintas, hace que compararlas utilizando

múltiplos “apalancados” (i.e., múltiplos impactados por la estructura de capital, como por ejemplo aquellos en los que el beneficio neto está presente) no sea un proceder adecuado. Una vez sentado lo anterior, y respecto a qué múltiplo de los no apalancados resulta más adecuado (Ingresos, EBIT o EBITDA) deben tenerse en cuenta las circunstancias particulares de la compañía e industria a valorar. Por ejemplo, para compañías e industrias en las que hay grandes inversiones en infraestructuras, donde la depreciación y amortización tienen un impacto importante sobre el beneficio operativo, el EBITDA es una métrica más adecuada puesto que todo lo que se encuentre “por debajo” en PyG corre el riesgo de ser negativo y por tanto inútil a propósito de valoración relativa¹⁶.

ii. Hay dos maneras de ajustar explícitamente la valoración por múltiplos a empresas en situación de estrés financiero:

a. La primera consiste en un ajuste en la selección de compañías o transacciones comparables, consistente en limitarse a seleccionar compañías que puedan reunir la condición de *estresadas* financieramente. De hecho, hay quien defiende que para ello podría incluso salirse del sector al que pertenece la empresa que se pretende valorar con el objetivo de apreciar cómo el mercado reacciona ante el estrés (Damodaran, 2009), aunque el propio autor reconoce los riesgos de esta expansión del universo de comparables.

b. La segunda consiste en un ajuste similar al presentado en el DCF ajustado: valorar la compañía de manera normal, y ajustarla posteriormente con la probabilidad de estrés financiero, aplicando, al igual que en el DCF, la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de los RRPP de la compañía en estrés} = \text{Valor de los RRPP} \\ * (1 - \text{probabilidad de estrés}) + \text{Valor de los RRPP en caso de} \\ \text{liquidación} * (\text{probabilidad de estrés})$$

Anticipamos aquí que esta será la vía a la que nos acogeremos para valorar Prisa en el caso práctico.

¹⁶ Los múltiplos sólo pueden ser utilizados si son positivos (Damodaran, 2009).

- iii. Pese a que es algo habitual entre los analistas el utilizar un descuento “subjetivo” respecto de los múltiplos de mercado o transacciones precedentes, se trata de una práctica que entraña graves riesgos de minusvaloración de compañías en estrés financiero.

4 CASO PRÁCTICO: PRESENTACIÓN DE LA COMPAÑÍA PROMOTORA DE INFORMACIONES S.A. (“PRISA”)

4.1 Perfil de la compañía: modelo de negocio y estrategia de PRISA

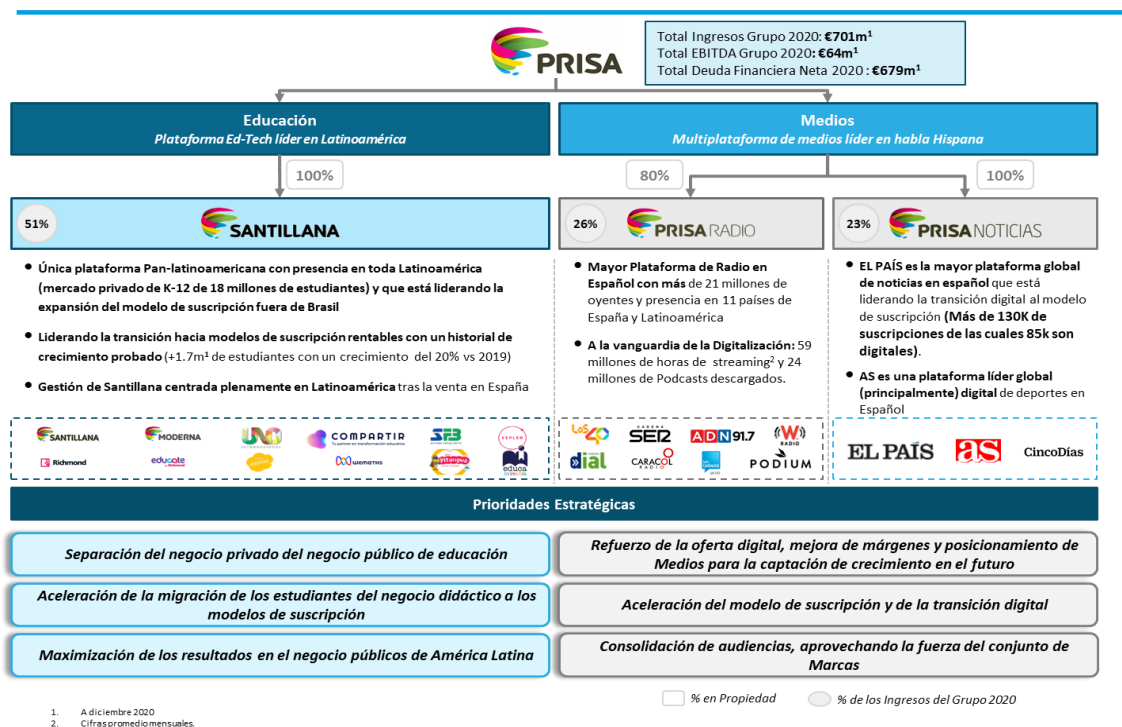
Promotora de Informaciones S.A., más comúnmente conocida como Grupo Prisa, es un grupo educativo y de medios español fundado en 1972 con presencia en 20 países. Grupo Prisa es una de las empresas de medios líderes en España, y cuenta entre sus negocios educativos con la plataforma de *EdTech* (i.e., plataforma educativa digital) líder en Latinoamérica.

Opera en la actualidad en 3 segmentos de negocio: Educación, Radio y Prensa. Desde 2021, los negocios del Grupo están integrados en dos divisiones fundamentales: Prisa Educación y Prisa Medios (que integra Radio y Prensa).

Ilustración 9: Nueva estructura corporativa Prisa.

La nueva PRISA

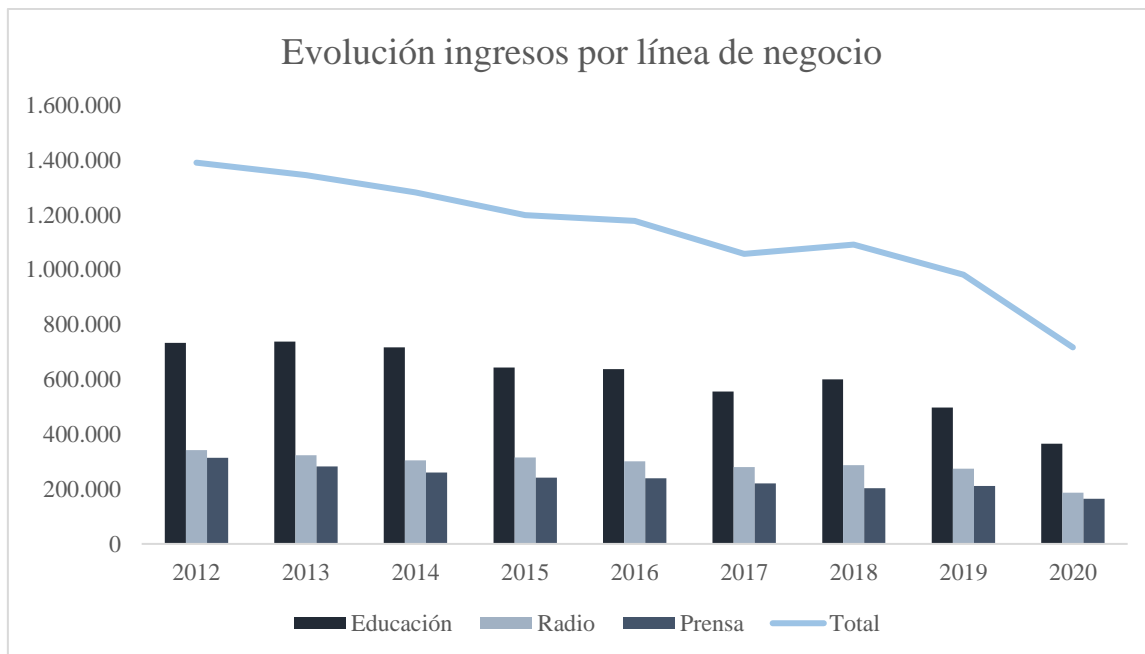
En una posición óptima para avanzar en su hoja de ruta



Fuente: Informe resultados 1H21, Grupo Prisa.

El negocio de Prisa ha evolucionado de manera negativa consistentemente en los últimos años. Todos los negocios han evolucionado negativamente, y esto ha conllevado un empeoramiento sistemático de la situación financiera del Grupo.

Ilustración 10: Evolución ingresos por línea de negocio.



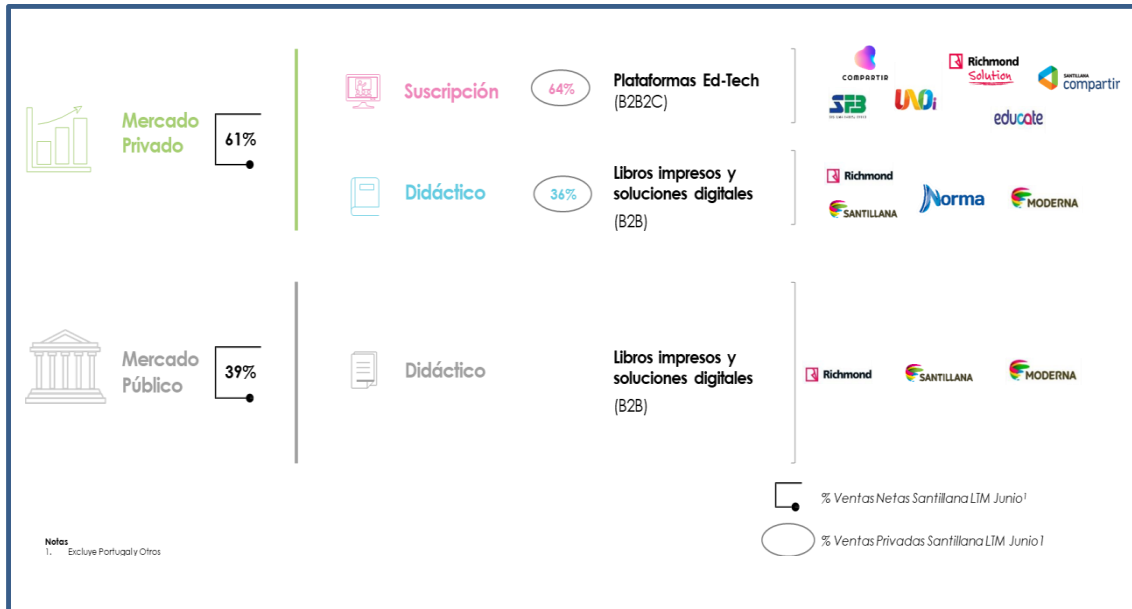
Fuente: Elaboración propia en base a la información de Cuentas Anuales.

Como puede apreciarse en la Ilustración 1, el grupo ha pasado a componerse de dos divisiones: Prisa Educación y Prisa Media. Hasta 2021, momento en el que entró en vigor esta nueva estructura corporativa, los negocios de radio y prensa estaban separados (i.e., la compañía reportaba los ingresos de cada una de ellas de manera separada, además de consolidadamente).

El negocio educativo representa el grueso de los ingresos del Grupo (>50% en 2020), y su actividad proviene fundamentalmente de Latinoamérica (máxime tras la venta de Santillana España en 2020). Prisa desarrolla sus actividades bajo la marca Santillana, que engloba diversos negocios, como editoriales y plataformas de educación digital (*EdTech*). Santillana es la única plataforma que opera en el segmento denominado K-12 (educación primaria y secundaria) en Latam. A su vez, dentro de este segmento K-12, Santillana divide su actividad en dos submercados: por un lado el denominado mercado privado (clientes extragubernamentales), consistente en el 61% de todas las ventas de Santillana,

y por otro lado el mercado público/institucional (clientes gubernamentales), que aglutina el 39% de las ventas del negocio.

Ilustración 11: Mercado de Educación en Latam.




Fuente: Presentación Resultados 1H21, Grupo Prisa.

A su vez, didáctico abarca todas aquellas metodologías tradicionales de enseñanza (libros), mientras que las plataformas son herramientas que operan bajo un modelo de suscripción, y en las que se ofrecen diversos cursos.

Geográficamente, Santillana cuenta con gran presencia en Brasil, México y Colombia, y en general el Grupo cuenta con una significativa cuota de mercado en todos estos mercados.

Ilustración 12: Cuotas de Mercado Santillana Latam.

Datos relevantes por País (Estudiantes)					
		Mercado Potencial	Santillana	Cuota de Mercado (%)	
 Brasil (~8.0m Estudiantes)	Didactico	~3,3m	~1,3m	22%	2
	Subscripción	~4,7m	~0,6m	13%	3
 Mexico (~3,2m Estudiantes)	Didactico	~2,7m	~0,7m	15%	} 1
	Subscripción	~0,5m	~0,2m	46%	
 Colombia (~1,8m Estudiantes)	Didactico	~1,2m	~0,8m	37%	
	Subscripción	~0,6m	~0,4m	80%	
 Resto LATAM (~4,8m Estudiantes)	Didactico	~4,2m	~2,5m	33%	
	Subscripción	~0,6m	~0,5m	71%	
TOTAL (~17,8m Estudiantes)	Didactico	~11,4m	~5,3m	28%	
	Subscripción	~6,4m	~1,7m	27%	

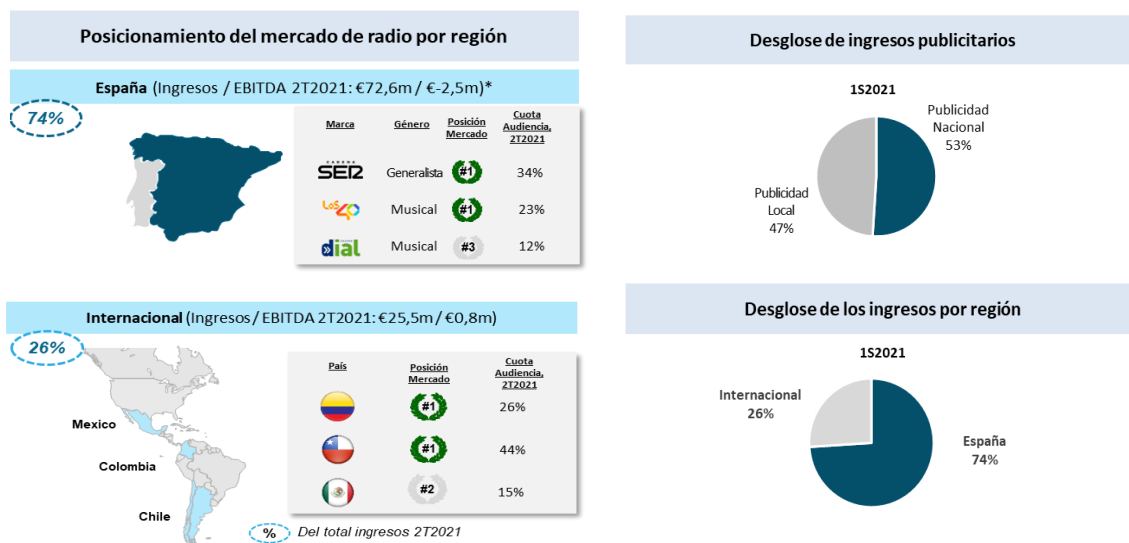
Fuente: Presentación resultados 1H2021, Grupo Prisa.

Desde el punto de vista estratégico, el Grupo pretende aumentar las ventas digitales y, en líneas generales, promocionar los negocios de suscripción dado su atractivo en términos de recurrencia.

Respecto a la división de medios, en este perímetro se integran las actividades radiofónicas y de noticias del Grupo. Respecto a la radio, Prisa es el grupo más grande de habla hispana, estando presente a junio de 2021 en 11 países, cuenta con más de 22 millones de oyentes, 67 millones de horas mensuales de consumo de *streaming*, y casi 32 millones de descargas mensuales de podcast (a través de plataformas como Spotify, Apple o Ivoox). Entre las marcas del Grupo destacan la Cadena Ser, Los40, Cadena Dial, Los40Classic y Radiolé. De acuerdo con los EGMs (Encuesta General de Medios), Prisa mantiene el liderazgo en España en sus marcas Ser y Los40. Igualmente, es líder en Colombia y Chile, y segundo en México (ver Ilustración 5).

El modelo de negocio radiofónico tiene como principal fuente de ingresos la publicidad insertada en las retransmisiones. Actualmente, la estrategia del Grupo en radios es aumentar su posicionamiento digital, fundamentalmente vía podcasts. Respecto al posicionamiento internacional, el grupo cuenta con una muy sólida presencia en España, y en menor medida Latam.

Ilustración 13: Posicionamiento Prisa Radio.



Fuente: Presentación 1H21, Grupo Prisa.

Por último, el tercero de los verticales del Grupo es el negocio de prensa y noticias. El buque insignia de Prisa en España es el diario El País, plataforma de noticias más grande española. Además de El País, en el negocio de prensa el Grupo también cuenta con el diario As y CincoDías. Actualmente esta división, que ha sido la más castigada por los cambios de hábitos de los consumidores en los últimos años, se encuentra virando estratégicamente hacia modelos de negocio orientados a la suscripción online, habida cuenta de la caída de ingresos de las ventas de periódicos y de la publicidad insertada en éstos. El negocio de prensa puede tener como fuentes de ingresos: (i) las ventas de periódicos y revistas en papel, (ii) la publicidad insertada en periódicos y revistas en papel, (iii) las suscripciones de los usuarios de la plataforma de noticias digital, y (iv) la publicidad insertada en la plataforma de noticias digital. Actualmente Prisa se encuentra focalizado en potenciar estas dos últimas fuentes de ingresos.

4.2 Problemas financieros, desinversiones y procesos de refinanciación

Desde 2008 hasta la actualidad, el Grupo, ha estado inmerso en una situación de crisis y dificultades financieras, motivadas por distintas cuestiones:

- i. Cambio en los hábitos de los consumidores en el sector media, fundamentalmente en lo referente a prensa escrita, donde Prisa opera a través de diversas marcas y filiales, destacando El País, de información general, y el

diario As, de información deportiva. A esto se suma la incapacidad para posicionarse de manera ágil en el mercado digital.

- ii. Progresivo empeoramiento operativo y erosión de márgenes, constriñendo la generación de caja al servicio de la deuda, así como condicionando la inversión en mejorar los productos y sistemas existentes o adquirir plataformas tecnológicas, así como la penetración en otros negocios de manera orgánica o inorgánica.
- iii. Altos niveles de deuda, cuyo origen lo podemos situar en la fallida adquisición de Sogecable comenzada en 2007 y completada en 2008. Estratégicamente, Prisa buscaba entrar en el mercado televisivo a lo grande, haciéndose con Sogecable que integraba los canales Cuatro y lo que después se denominó Digital + (Canal Satélite Digital o CSD anteriormente) y convirtiéndose consecuentemente en el grupo multimedia (TV, radio y prensa escritas) de referencia en el mercado español. Esta adquisición, realizada en el pico de valoraciones pre-crisis financiera de 2008 y financiada con deuda actuó como lastre en los años más duros de la crisis para el Grupo, comprometiendo su liquidez y derivando en la situación actual.
- iv. Mal rendimiento del valor en bolsa¹⁷, giros estratégicos, cambios en la estructura de propiedad en la que han entrado *Hedge Funds* y otros inversores y dificultad para posicionarse en un mercado cambiante.

Como se ha dicho anteriormente en este trabajo, las empresas estresadas financieramente suelen desinvertir negocios para generar caja con el objetivo de poder hacer frente a sus pasivos o mejorar y cumplir con ratios y compromisos financieros. En este sentido, Prisa ha acometido múltiples desinversiones, algunas de ellas de tamaño y componente estratégico importante:

- i. Prisa TV (división que incluía Canal+), que fue vendida a Telefónica en 2015 por más de €750m.

¹⁷ Las acciones de Prisa valían 263 euros en 2007, por los 0,62 actuales a 11 de marzo de 2022. La capitalización de mercado (así eliminamos el efecto que hayan tenido *splits* y contra *splits*) ha pasado de c.3.687m en mayo de 2007, a c.452 a marzo de 2022, lo que representa una pérdida de valor del c.88%. Fuente: FactSet y Bloomberg.

- ii. Negocio editorial de Santillana España (que representa el 21% del negocio Santillana), vendida en 2020 al grupo finlandés Sanoma por €465m de valor de negocio (EV) y a un múltiplo EV/EBITDA de 9,6x. Estos fondos se destinaron, en el marco del acuerdo de refinanciación de 2020, a la amortización parcial de un préstamo sindicado que tenía contraído el Grupo.
- iii. Media Capital, el negocio de medios de Prisa en Portugal que fue vendido en 2020. En concreto, se vendió el 30,22% a Pluris Investments por €10,5m, valorándose el negocio completo (EV) en €140m. Posteriormente, se vendió el 64,47% restante que todavía controlaba Prisa a diversos compradores portugueses por €36,8m, valorándose el negocio en €150m (EV) y completándose la desinversión.

Además, el grupo ha completado múltiples procesos de refinanciación de su deuda, destacando entre otros:

- i. Refinanciaciones anteriores: Prisa ha participado en diversos procesos de refinanciación en los últimos 10 años, como por ejemplo la refinanciación de 2010, la de 2013 o la de 2018.
- ii. Refinanciación de 2020: se refinanció la deuda del Grupo, amortizándose cantidades con los fondos obtenidos por las desinversiones de activos como Media Capital y Santillana España. Esta financiación constaba de dos tramos:
 - c. €150m de financiación Super Senior y una línea de revolving de €80m, y un segundo tramo de €750m de deuda T2. Todo ello con un coste medio ponderado de 7,16%, un vencimiento en marzo de 2025 y un compromiso financiero de mantener un ratio de 4,25x DFN/EBITDA en sep-23.
- iii. Refinanciación de 2022: se trata de la última refinanciación que ha tenido lugar. En este proceso, anunciado a principios de marzo de 2022, se refinancia toda la deuda del grupo, pasando a tener una estructura de pasivo consistente en los siguientes tramos de financiación:
 - c. €159m de Super Senior Term Loan cuyo coste es E+5.0%, y una línea de crédito revolving de + €80m.
 - c. €569m de financiación Senior a un coste de E+5,25%.
 - c. €181m de financiación Junior a coste E+8.0%.

El coste medio a fecha actual de la deuda financiera asciende a 5,99%, y el vencimiento es hasta junio de 2027, lo que significa dilatar dos años más el vto. Adicionalmente, el acuerdo supuso la flexibilización de los compromisos financieros, particularmente el levantamiento de la limitación del compromiso de 4,25x DFN/EBITDA a sep-23.

4.3 Características de una compañía en estrés financiero y análisis de las ratios de Prisa

Remitiéndonos al punto 2.4 relativo a las características de una compañía en estrés financiero, procedemos a aplicar en este apartado los modelos de Altman y de Aman sobre Prisa. Aplicando el primero de ellos (Altman), obtenemos lo siguiente:

Ilustración 14: Z-Score Altman.

Variable	Ratio	Coefficiente	Valor	Coefficiente * Valor
A	Circulante/ Activo Total	1,2	17%	0,21
B	Resultado retenido/Activo total	1,4	-56%	-0,78
C	BAIT/Activo Total	3,3	-2%	-0,08
D	Capitalización Bursátil/Valor contable de los pasivos	0,6	32%	0,19
E	Ventas/Activo Total	0,99	71%	0,70
SUMA				0,24

Fuente: Elaboración propia.

Respecto al segundo de los análisis (Amat), tras realizar los cálculos sobre las cuentas de Prisa de los 3 últimos ejercicios, vemos lo siguiente:

Ilustración 15: Análisis unidimensional de Amat sobre Prisa.

Ratio	Compañías sanas	Compañías Insolventes	Prisa 2018	Prisa 2019	Prisa 2020
Activos Corrientes/Pasivos Corrientes	≥1,42	<1,2	1,48	1,41	1,24
Patrimonio neto / Activos	≥0,4	<0,3	-0,14	-0,26	-0,41
ROA	>0,05	<0,01	-0,13	-0,06	-0,24
ROE	>0,07	<0,03	n.a	n.a.	n.a.

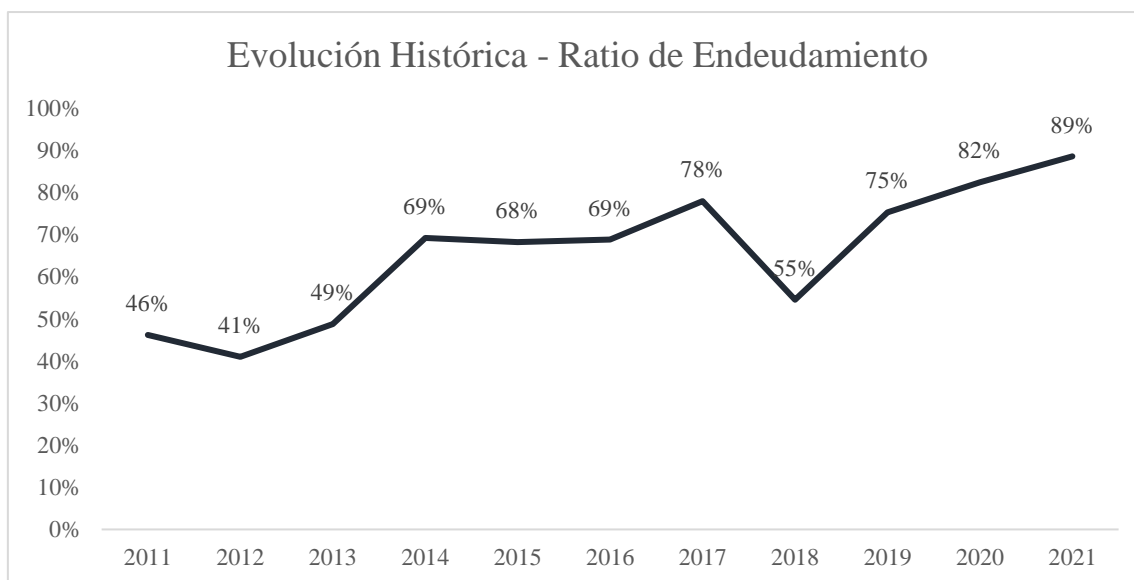
Fuente: Elaboración propia.

Vemos que, igualmente, Prisa se encuentra actualmente en una situación muy difícil, y cada vez las ratios empeoran.

Respecto a la evolución histórica de otras ratios de la compañía que consideramos interesantes de cara a examinar la solvencia y liquidez del Grupo, hemos observado que la situación de extrema dificultad del Grupo vista con los dos indicativos ya analizados (Z-Score de Altman y el análisis unidimensional de Amat) se mantiene.

Respecto al endeudamiento del Grupo (DFN/Total activo), no ha dejado de crecer desde hace 10 años.

Ilustración 16: Evolución histórica de la ratio de endeudamiento.



Fuente: Elaboración propia en base a FactSet.

Otra métrica importante es la ratio de cobertura de intereses (EBIT/Intereses), cuya evolución ha sido también cada vez a peor, registrando valores negativos en los últimos dos ejercicios como consecuencia del EBIT negativo del Grupo:

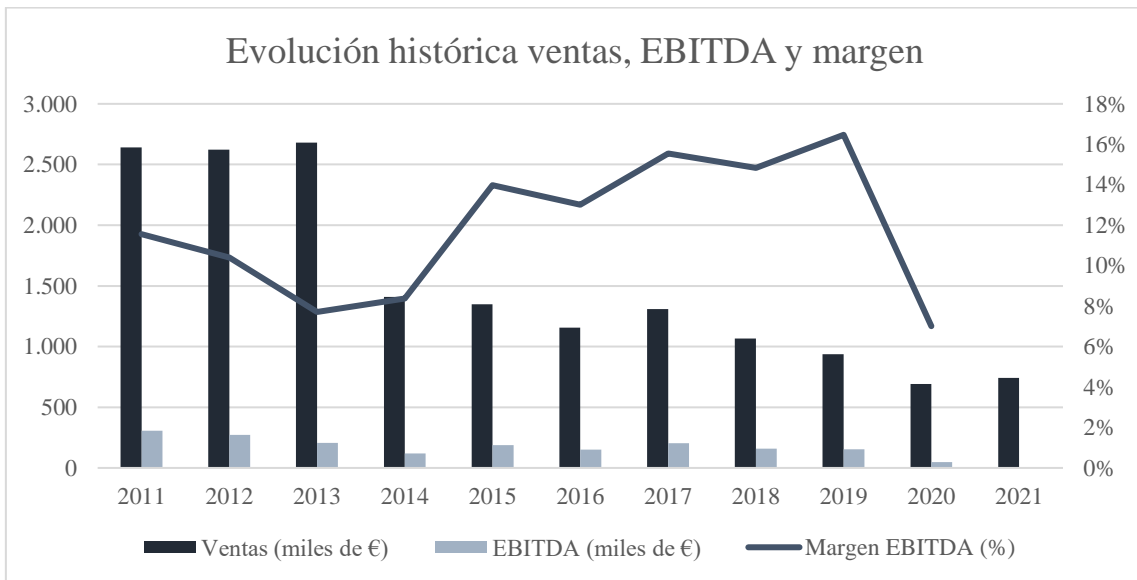
Ilustración 17: Evolución histórica de la ratio de endeudamiento.



Fuente: Elaboración propia en base a FactSet.

Respecto a la evolución del negocio en sí (i.e., ventas y resultado bruto de explotación), apreciamos igualmente que se encuentra en caída libre:

Ilustración 18: Evolución histórica ventas, EBITDA y margen.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FactSet.

5 CASO PRÁCTICO: VALORACIÓN SUMA DE LAS PARTES DEL GRUPO PRISA

5.1 Introducción al apartado

De acuerdo con el proceder habitual de valoración sobre compañías con múltiples líneas de negocio (Rosenbaum & Pearl, 2012), hemos optado por hacer una valoración “*sum of the parts*”, de tal manera que valoremos cada uno de los segmentos de Prisa (Educación, Radio y Prensa) de manera independiente, con sus respectivas tasas de descuento que reflejen el riesgo de cada negocio (Damodaran, 2009) y con las proyecciones de evolución de la operativa del negocio inherentes a cada uno de estos verticales.

La dinámica del apartado va a ser constante: se procederá a exponer, para cada uno de los apartados y por el orden (i) descuento de flujos de caja y (ii) múltiplos (tanto comparables como de transacciones precedentes los distintos negocios del grupo: Educación, Radio y Prensa. A continuación, se practicará el pertinente ajuste por estrés financiero de conformidad con lo expuesto a este propósito en los apartados relativos al marco teórico del trabajo. Finalmente, se dedicará un apartado al análisis de resultados, aterrizando las conclusiones y poniéndolos en contexto con la valoración y cotización actual de las acciones del Grupo.

Respecto al coste de capital utilizado en el descuento de flujos de caja, hemos optado por el coste de capital medio ponderado (WACC, por sus siglas en inglés) con los ajustes enunciados anteriormente, relativos fundamentalmente a la beta, para compañías en estrés financiero, y ya expuestos anteriormente.

5.2 Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF) ajustada

5.2.1 Valoración negocio de educación

i. Proyecciones de FCL y asunciones de evolución del negocio

Para la estimación de los flujos de caja libre del negocio de educación, es necesario realizar un análisis de mercado a priori. El mercado educativo es el buque insignia del Grupo, tanto por su liderazgo en dicho mercado (Prisa es líder absoluto en Latam) como por las perspectivas de crecimiento del mercado educativo a nivel mundial, en especial el segmento digital (*EdTech*). Este vertical digital, según diversos estudios de mercado que

apunten en esta dirección, está proyectado a crecer a un ritmo vertiginoso (i.e., 17% CAGR 2020-2027¹⁸), mientras que el mercado offline a un mucho más moderado pero aún así significativo ritmo (i.e., 5,4% CAGR 2021-2030¹⁹). Estas buenas perspectivas, sumadas a la excelente posición competitiva de Prisa en este segmento, han sido tenidas en cuenta en la proyección de la evolución financiera del negocio de educación. Hemos elegido un horizonte temporal de 6 años, puesto que creemos que uno mayor comprometería la exactitud del análisis, por cuanto uno inferior lo desnaturalizaría. La proyección de – parte de – la cuenta de resultados queda de la siguiente manera:

Ilustración 19: Proyección de partidas seleccionadas de PyG para el negocio de Educación.

Proyección de partidas seleccionadas de PyG - Negocio de Educación								
En miles de euros	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	497.003	365.617	385.078	408.777	427.592	444.980	461.432	478.671
Ingresos por suscripción digital	n.a.	142.737	154.156	166.488	178.142	190.612	202.049	214.172
Ingresos por didáctico	n.a.	222.880	227.338	238.705	245.866	250.783	255.799	260.915
Otros ingresos	9.054	3.584	3.584	3.584	3.584	3.584	3.584	3.584
Gastos de explotación	(426.237)	(331.688)	(317.352)	(334.616)	(350.901)	(366.150)	(380.740)	(396.009)
Consumos	(105.594)	(76.130)	(80.182)	(85.117)	(89.035)	(92.655)	(96.081)	(99.670)
Gastos de personal	(120.318)	(96.375)	(97.364)	(103.356)	(108.113)	(112.509)	(116.669)	(121.028)
Amortizaciones	(47.864)	(41.945)	(16.328)	(17.963)	(19.673)	(21.453)	(23.299)	(25.214)
Servicios exteriores	(135.277)	(107.290)	(113.001)	(117.058)	(122.446)	(127.425)	(132.136)	(137.073)
Otros	(17.184)	(9.948)	(10.477)	(11.122)	(11.634)	(12.107)	(12.555)	(13.024)
Resultado de explotación	70.766	33.929	67.726	74.161	76.691	78.830	80.692	82.662
EBITDA	118.630	75.874	84.054	92.124	96.364	100.283	103.991	107.876
Margen EBITDA (%)	24%	21%	22%	23%	23%	23%	23%	23%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por suscripción digital (%)	n.a.	n.a.	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%
Crecimiento de ingresos por didáctico (%)	n.a.	n.a.	2,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Crecimiento de ingresos totales (%)	(17,1%)	(26,4%)	5,3%	6,2%	4,6%	4,1%	3,7%	3,7%
% de ingresos por modelos de suscripción	20,0%	39,0%	40,0%	40,7%	41,7%	42,8%	43,8%	44,7%
% de ingresos por didáctico	80,0%	61,0%	59,0%	58,4%	57,5%	56,4%	55,4%	54,5%
Crecimiento de otros ingresos (%)	(56,1%)	(60,4%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Margen bruto (%)	14,2%	9,3%	17,6%	18,1%	17,9%	17,7%	17,5%	17,3%
Consumos sobre ventas (%)	21,2%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
Gastos de personal sobre ventas (%)	24,2%	26,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
Servicios exteriores sobre ventas (%)	27,2%	29,3%	29,3%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%
Otros gastos sobre ventas (%)	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Fuente: Elaboración propia.

Nótese que las proyecciones empiezan a operar de 2021 – inclusive – en adelante. Respecto a los crecimientos, hemos estimado un crecimiento potente los dos primeros años (de conformidad con las tendencias del sector), que posteriormente va desacelerando, hasta un 6% en el último año (importante matizar aquí que esto no se trata

¹⁸ “Global Digital Educational Publishing Market Expected to Generate a Revenue of \$27,891.5 Million by 2027, Growing at a CAGR of 17.0% from 2020-2027”. Disponible en: <https://www.globenewswire.com/news-release/2021/12/07/2347504/0/en/Global-Digital-Educational-Publishing-Market-Expected-to-Generate-a-Revenue-of-27-891-5-Million-by-2027-Growing-at-a-CAGR-of-17-0-from-2020-2027-Forecast-Research-158-pages-Report-.html>

¹⁹ “The global book publishers’ market is expected to grow from \$87.92 billion in 2020 to \$92.68 billion in 2021 at a compound annual growth rate (CAGR) of 5.4%”. Disponible en: <https://www.businesswire.com/news/home/20210413005675/en/Global-Book-Publishers-Market-Report-2021-to-2030---COVID-19-Impact-and-Recovery---ResearchAndMarkets.com>.

del crecimiento a perpetuidad, sino que esto será determinado posteriormente, como veremos). Respecto al resto de asunciones, hemos proyectado que los ingresos por didáctico (soluciones no necesariamente digitales de educación, muy en relacionados con entidades e instituciones del sector público) van decreciendo, y los ingresos por modelos de suscripción (plataformas educativas destinadas a clientes privados) aumentan, hasta situarse casi en un 50-50 a final del periodo proyectado. Las partidas de costes las hemos mantenido constantes respecto a las ventas, en un ejercicio de conservadurismo.

Las segundas asunciones necesarias para modelar según el DCF tienen que ver con el circulante, y las conocidas como Necesidades Operativas de Financiación. A este respecto, hemos asumido que los niveles de activos corrientes como porcentaje de ventas, y de pasivos corrientes como porcentaje de coste de las ventas se mantiene constante.

La última de las proyecciones necesarias para calcular los Flujos de Caja Libre es la relativa a inmovilizado, CapEx y amortizaciones. Han sido calculadas realizando una cascada de amortización (ver Anexo) y asumiendo una vida útil del inmovilizado de 10 años.

Ilustración 20: Asunciones de Capex para el negocio de educación.

Análisis de CapEx	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Inmovilizado al principio del ejercicio	194.336	226.428	147.874	146.949	145.338	142.768	139.114	134.273
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	79.956	-36.609	15.403	16.351	17.104	17.799	18.457	19.147
Amortizaciones	47.864	41.945	16.328	17.963	19.673	21.453	23.299	25.214
Inmovilizado al final del ejercicio	226.428	147.874	146.949	145.338	142.768	139.114	134.273	128.206
CAPEX sobre ventas (%)	16,1%	(10,0%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Fuente: Elaboración propia.

Con todas estas cifras ya calculadas, estamos en disposición de calcular los Flujos de Caja Libre para cada uno de los años de este periodo.

Ilustración 21: Proyección de Flujos de Caja Libre para el negocio de educación.

Flujos de Caja Libre - Negocio de Educación								
Flujos de Caja (EURm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos	497.003	365.617	385.078	408.777	427.592	444.980	461.432	478.671
% Cambio		(26,4%)	5,3%	6,2%	4,6%	4,1%	3,7%	3,7%
EBITDA	118.630	75.874	84.054	92.124	96.364	100.283	103.991	107.876
% Cambio		(36,0%)	10,8%	9,6%	4,6%	4,1%	3,7%	3,7%
Amortizaciones	47.864	41.945	15.403	16.351	17.104	17.799	18.457	19.147
EBIT	70.766	33.929	68.651	75.773	79.261	82.484	85.533	88.729
Tasa impositiva	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	53.075	25.447	51.488	56.830	59.446	61.863	64.150	66.547
+Amortizaciones	47.864	41.945	15.403	16.351	17.104	17.799	18.457	19.147
-Capex	(79.956)	36.609	(15.403)	(16.351)	(17.104)	(17.799)	(18.457)	(19.147)
±Cambio en capital circulante	(63.877)	(28.686)	(22.528)	(8.331)	(5.195)	(4.691)	(4.350)	(4.568)
Flujo de Caja a descontar	(42.895)	75.315	28.960	48.499	54.251	57.172	59.800	61.978
% Cambio	n.a.	n.a.	(61,5%)	67,5%	11,9%	5,4%	4,6%	3,6%

Fuente: Elaboración propia.

ii. Coste de capital

La selección de comparables, que como veremos posteriormente se trata de las mismas compañías utilizadas para calcular los múltiplos. El desapalancamiento de las betas de esas compañías (de acuerdo con el procedimiento descrito en el marco teórico) queda de la siguiente manera:

Ilustración 22: Betas de compañías comparables del negocio de educación.

Nombre	BETA a 3 años	Deuda/RRPP	Tasa impositiva	Beta desapalancada
Arco Platform Ltd. Class A	0,67	54%	30%	0,48
Bloomsbury Publishing Plc	0,41	7%	20%	0,39
GK Software SE	1,93	57%	30%	1,38
Houghton Mifflin Harcourt Company	1,20	137%	20%	0,57
Pearson PLC	0,63	33%	20%	0,50
Sanoma Oyj	0,71	23%	20%	0,60
Talkweb Information System Co. Ltd. Class A	1,68	25%	10%	1,37
			Media	0,76

Fuente: Elaboración propia.

Como se ha expuesto en el marco teórico, esta media debe ser posteriormente apalancada a la estructura financiera de nuestra compañía para obtener su beta. Debido a que en las compañías en situación de estrés financiero la estructura financiera del momento no necesariamente representa una estructura realista, sino que en muchos casos estará condicionada por el escaso valor de los RRPP y los altos niveles de deuda, lo que la doctrina recomienda es establecer una estructura financiera cambiante, que se estabiliza en un momento futuro. Eso es precisamente por lo que hemos optado, no ya en el WACC del negocio de educación, sino también en el WACC de los otros dos negocios del Grupo, como veremos posteriormente. Hemos estimado que en 2026 la compañía “estabiliza” su estructura de capital en 40% Deuda/Activo Total, y que alcanza esa cifra de un modo progresivo. A su vez, esto impactará en la beta de cada año (puesto que la media anteriormente enunciada ha de ser apalancada a la estructura financiera de la empresa en cuestión), y en definitiva en el coste de los RRPP y en el WACC en general. El WACC para cada uno de los años proyectados queda de la siguiente manera:

Ilustración 23: WACC para el negocio de educación.

WACC Educación	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Beta apalancada Prisa Educación	1,82	1,58	1,41	1,29	1,20	1,13
Coste de los RRPP	12,20%	10,74%	9,75%	9,03%	8,50%	8,08%
Coste de la deuda	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	188%	145%	116%	95%	79%	67%
Coste de Capital (WACC)	7,17%	7,04%	6,93%	6,82%	6,73%	6,64%

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos, el WACC disminuye conforme la estructura de capital se sana, reduciendo el coste de los RRPP (desde 7,17% en 2021 hasta 6,64% en 2026), reflejando una reducción progresiva del riesgo de la compañía a medida que varía el apalancamiento.

Respecto a las asunciones sobre el resto de elementos configuradores del WACC (i.e., tasa libre de riesgo, coste de la deuda o prima de riesgo de mercado) hemos realizado las siguientes²⁰:

Ilustración 24: Asunciones generales WACC.

Asunción	Valor
Prima de Riesgo de Mercado	6,00% ²¹
Tasa libre de riesgo	1,27% ²²
Coste de la deuda de Prisa	5,99% ²³
Tipo impositivo	25,00% ²⁴
Coste de la deuda después de impuestos	4,49% ²⁵

Fuente: Elaboración propia.

Recalamos aquí que estas asunciones van a ser constantes en todas las valoraciones efectuadas, por lo que no serán enunciadas en apartados posteriores.

iii. Valoración

Aplicando todos los inputs anteriormente descritos, y descontando consecuentemente los flujos de caja a la tasa WACC descrita, obtenemos la siguiente valoración del negocio de educación:

Ilustración 25: DCF negocio de educación.

Valoración DCF - Educación	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
WACC	7,17%	7,04%	6,93%	6,82%	6,73%	6,64%
Factor de descuento	1,07	1,15	1,23	1,31	1,40	1,49
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	27.022	42.276	44.226	43.630	42.758	41.554
Suma valor actual flujos de caja	241.466					
Tasa g crecimiento a perpetuidad	2,50%					
Valor terminal (VT)	1.533.057					
Valor presente del VT	1.027.862					
Valor de la Empresa (EV)	1.269.327					
Peso del VT (%)	81%					
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	19%					

Fuente: Elaboración propia.

²⁰ Nótese que serán las mismas asunciones para el resto de negocios: Radio y Prensa.

²¹ Prima de riesgo media utilizada en España. Fuente: encuesta IESE.

²² Fuente FactSet: rentabilidad media bonos del Gobierno de España a 10 años a 11 de marzo de 2022.

²³ Nuevo coste medio de la deuda tras la refinanciación de 2022. Fuente: Presentación de resultados 2022.

²⁴ Impuesto de Sociedades en España.

²⁵ Coste de la deuda x (1 - tasa impositiva).

Hemos estimado una tasa g de crecimiento a perpetuidad más alta que las tasas de los otros negocios (2,5% en educación vs. 0,5% en radio y prensa, respectivamente), por considerar a la educación un negocio con mucha más proyección.

5.2.2 Valoración negocio de radio

i. Proyecciones de FCL y asunciones de evolución del negocio

El mercado de publicidad en radio se espera que tenga un crecimiento moderado, alrededor del 2,5% CAGR en el periodo que proyectamos 2021-2026, pero con unas buenas perspectivas a medio-largo plazo, sobre todo por el impulso que ha tenido la industria gracias a los podcast y programas de radio bajo demanda.

Ilustración 26: Proyección de partidas seleccionadas de PyG para el negocio de Radio.

Proyección de partidas seleccionadas de PyG - Negocio de Radio								
En miles de euros	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	268.663	185.718	194.533	201.938	207.713	213.662	217.747	221.914
Publicidad	248.062	176.302	185.117	192.522	198.297	204.246	208.331	212.498
Otros	20.601	9.416	9.416	9.416	9.416	9.416	9.416	9.416
Gastos de explotación	(230.726)	(149.348)	(188.602)	(195.979)	(201.985)	(208.169)	(212.770)	(217.463)
Consumos	(62)	(22)	-	-	-	-	-	-
Gastos de personal	(103.408)	(91.978)	(87.540)	(90.872)	(93.471)	(96.148)	(97.986)	(99.861)
Amortizaciones	(17.559)	(17.797)	(21.314)	(22.324)	(23.363)	(24.431)	(25.520)	(26.629)
Servicios exteriores	(107.025)	(17.797)	(77.813)	(80.775)	(83.085)	(85.465)	(87.099)	(88.766)
Otros	(2.672)	(21.754)	(1.935)	(2.008)	(2.066)	(2.125)	(2.166)	(2.207)
Resultado de explotación	37.937	36.370	5.931	5.958	5.729	5.494	4.977	4.451
EBITDA	55.496	54.167	27.245	28.282	29.091	29.924	30.496	31.080
Margen EBITDA (%)	20,7%	29,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por publicidad	(3,5%)	(28,9%)	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Crecimiento de otros ingresos	(31,5%)	(54,3%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Margen bruto	14,1%	19,6%	3,0%	3,0%	2,8%	2,6%	2,3%	2,0%
Consumos como % de las ventas	(0,0%)	(0,0%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de personal como % de las ventas	41,7%	52,2%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Servicios exteriores como % de las ventas	39,8%	9,6%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Otros gastos como % de las ventas	1,0%	11,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Fuente: Elaboración propia.

Por ello, hemos asumido una recuperación los dos primeros años, para ir reduciéndose en los posteriores. Respecto al resto de asunciones, nos remitimos a lo expuesto en Educación: hemos tratado de ser conservadores en las asunciones relativas a ahorro de costes y gastos.

Respecto al circulante, estimamos una evolución en línea con el pasado, sin cambios bruscos y manteniendo las cuentas a cobrar y pagar niveles constantes respecto a ventas y coste de las ventas, respectivamente.

Ilustración 27: Asunciones de capital circulante del negocio de radio.

Capital circulante	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos Corrientes	137.009	110.655	115.907	120.319	123.760	127.305	129.739	132.221
Pasivos Corrientes	97.590	78.541	84.871	88.191	90.893	93.676	95.747	97.858
Circulante	39.419	32.114	31.036	32.128	32.867	33.629	33.992	34.363
Variación de circulante	21.247	(7.305)	(1.078)	1.092	739	762	363	371
Asunciones de Capital Circulante								
Activos corrientes	137.009	110.655	115.907	120.319	123.760	127.305	129.739	132.221
Activos corrientes como % de ventas	51,0%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%
Pasivos corrientes	97.590	78.541	84.871	88.191	90.893	93.676	95.747	97.858
Pasivos corrientes como % de COGS	45,8%	59,7%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a CapEx, hemos rebajado la asunción de CapEx sobre ventas en radio, tratando de reflejar su carácter más maduro con respecto al negocio de educación, en la tradicional asociación entre CapEx presente y crecimiento futuro (Damodaran, 2009).

Ilustración 28: Proyecciones de inmovilizado del negocio de radio.

Análisis de CAPEX	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Inmovilizado al principio del ejercicio	198.363	244.663	203.416	191.828	179.601	166.624	152.877	138.245
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	63.859	(23.450)	9.727	10.097	10.386	10.683	10.887	11.096
Amortizaciones	17.559	17.797	21.314	22.324	23.363	24.431	25.520	26.629
Inmovilizado al final del ejercicio	244.663	203.416	191.828	179.601	166.624	152.877	138.245	122.711
Capex sobre ventas (%)	23,8%	(12,6%)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Fuente: Elaboración propia.

Una vez calculado todo lo anterior, estamos en posición de estimar el flujo de caja para cada año del periodo:

Ilustración 29: Proyección de Flujos de Caja Libre para el negocio de radio.

Flujos de Caja Libre - Negocio de Radio								
Flujos de Caja (EURm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos	268.663	185.718	194.533	201.938	207.713	213.662	217.747	221.914
% Cambio	n.a.	(30,9%)	4,7%	3,8%	2,9%	2,9%	1,9%	1,9%
EBITDA	55.496	54.167	27.245	28.282	29.091	29.924	30.496	31.080
% Cambio	n.a.	(2,4%)	(49,7%)	3,8%	2,9%	2,9%	1,9%	1,9%
Amortizaciones	17.559	17.797	21.314	22.324	23.363	24.431	25.520	26.629
EBIT	37.937	36.370	5.931	5.958	5.729	5.494	4.977	4.451
Tasa impositiva	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	28.453	27.278	4.448	4.469	4.297	4.120	3.733	3.338
+Amortizaciones	17.559	17.797	21.314	22.324	23.363	24.431	25.520	26.629
-Capex	(63.859)	23.450	(9.727)	(10.097)	(10.386)	(10.683)	(10.887)	(11.096)
±Cambio en capital circulante	(21.247)	7.305	1.078	(1.092)	(739)	(762)	(363)	(371)
Flujo de Caja a descontar	(39.094)	75.830	17.114	15.604	16.534	17.106	18.002	18.501
% Cambio	n.a.	n.a.	(77,4%)	(8,8%)	6,0%	3,5%	5,2%	2,8%

Fuente: Elaboración propia.

ii. Coste de capital

El proceder para calcular el WACC del negocio de radio es similar al de educación, únicamente ajustando las comparables.

Ilustración 30: WACC para el negocio de radio

WACC Radio	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E
Beta apalancada	1,54	1,33	1,19	1,09	1,02	0,96
Coste de los RRPP	10,49%	9,26%	8,43%	7,82%	7,37%	7,02%
Coste de la deuda	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	188%	145%	116%	95%	79%	67%
Coste de Capital (WACC)	6,58%	6,44%	6,32%	6,20%	6,10%	6,01%

Fuente: Elaboración propia.

Apreciamos igualmente cómo la estructura de capital es cambiante (de 65% Deuda sobre activo total, hasta 40% en 2025), lo que impacta en la beta y en el WACC.

iii. Valoración

Descontando los flujos de caja al mencionado WACC, obtenemos una valoración del negocio de radio de 317.300.00 euros.

Ilustración 31: Valoración negocio de radio.

Valoración DCF	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
WACC	6,58%	6,44%	6,32%	6,20%	6,10%	6,01%
Factor de descuento	1,07	1,13	1,21	1,28	1,36	1,44
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	16.057	13.755	13.709	13.355	13.246	12.842
Suma valor actual flujos de caja	82.963					
Tasa g crecimiento a perpetuidad	0,5%					
Valor terminal (VT)	337.607					
Valor presente del VT	234.337					
Valor de la Empresa (EV)	317.300					
Peso del VT (%)	74%					
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	26%					

Fuente: Elaboración propia.

5.2.3 Valoración negocio de prensa

i. Proyecciones de FCL y asunciones de evolución del negocio

El negocio de prensa es uno de los más castigados por el cambio de hábitos de los consumidores y la consecuente caída de ingresos tanto en la venta de periódicos, como en la publicidad.

Por ello, hemos realizado asunciones más conservadoras que en los negocios precedentes, sobre todo en las ventas relativas a periódicos y publicidad escrita (con caídas del -15% anuales). Por el contrario, hemos proyectado un fuerte crecimiento de las líneas digitales, si bien es cierto que parten de una base relativamente pequeña.

Ilustración 32: Proyección de partidas seleccionadas de PyG para el negocio de prensa.

Partidas seleccionadas PyG - Negocio de prensa								
En miles de euros	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	194.068	152.203	142.962	134.629	128.193	123.195	118.358	113.489
Publicidad digital	104.392	79.304	22.205	24.870	27.108	29.006	30.746	31.976
Publicidad prensa escrita			50.556	42.973	36.527	31.048	26.391	22.432
Suscripción online	n.a.	4.600	9.200	11.960	14.950	17.940	19.734	20.721
Periódicos y revistas	61.190	49.885	42.402	36.042	30.636	26.040	22.134	18.814
Otros	28.486	18.414	18.598	18.784	18.972	19.162	19.353	19.547
Gastos de explotación	(210.346)	(186.281)	(151.374)	(131.047)	(120.943)	(114.992)	(109.837)	(105.877)
Consumos	(40.161)	(30.030)	(22.816)	(17.381)	(13.387)	(12.320)	(11.836)	(11.349)
Gastos de personal	(73.374)	(70.194)	(62.903)	(51.159)	(47.431)	(44.350)	(41.425)	(39.721)
Amortizaciones	(9.916)	(9.662)	(7.040)	(7.310)	(7.566)	(7.812)	(8.049)	(8.276)
Servicios exteriores	(84.642)	(74.114)	(57.185)	(53.851)	(51.277)	(49.278)	(47.343)	(45.396)
Otros	(2.253)	(2.281)	(1.430)	(1.346)	(1.282)	(1.232)	(1.184)	(1.135)
Resultado de explotación	(16.278)	(34.078)	(8.413)	3.582	7.249	8.203	8.521	7.612
Margen Bruto	(8,4%)	(22,4%)	(5,9%)	2,7%	5,7%	6,7%	7,2%	6,7%
EBITDA	(6.362)	(24.416)	(1.372)	10.891	14.815	16.015	16.570	15.889
Margen EBITDA	(3,3%)	(16,0%)	(1,0%)	8,1%	11,6%	13,0%	14,0%	14,0%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por publicidad digital	n.a.	n.a.	12,0%	12,0%	9,0%	7,0%	6,0%	4,0%
Crecimiento de ingresos por publicidad escrita	n.a.	n.a.	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)
Crecimiento de ingresos por suscripción digital	n.a.	n.a.	100,0%	30,0%	25,0%	20,0%	10,0%	5,0%
Crecimiento de ingresos por ventas de periódicos	(12,9%)	(35,4%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)	(15,0%)
Crecimiento de otros ingresos	(12,9%)	(35,4%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consumos como % de las ventas	20,7%	19,7%	16,0%	12,9%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Gastos de personal como % de las ventas	37,8%	46,1%	44,0%	38,0%	37,0%	36,0%	35,0%	35,0%
Servicios exteriores como % de las ventas	43,6%	48,7%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Otros gastos como % de las ventas	1,2%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Fuente: Elaboración propia.

Respecto al circulante, estimamos una evolución en línea con el pasado, sin cambios bruscos y manteniendo las cuentas a cobrar y pagar niveles constantes respecto a ventas y coste de las ventas, respectivamente.

Ilustración 33: Asunciones de capital circulante del negocio de prensa.

Capital circulante	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos Corrientes	137.009	110.655	100.073	94.240	89.735	86.237	82.851	79.443
Pasivos Corrientes	97.590	78.541	68.119	58.971	54.424	51.747	49.427	47.645
Circulante	39.419	32.114	31.955	35.269	35.310	34.490	33.424	31.798
Variación de circulante	21.247	(7.305)	(159)	3.314	41	(820)	(1.066)	(1.626)
Asunciones de Capital Circulante								
Activos corrientes	137.009	110.655	100.073	94.240	89.735	86.237	82.851	79.443
Activos corrientes como % de ventas	70,6%	72,7%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Pasivos corrientes	97.590	78.541	68.119	58.971	54.424	51.747	49.427	47.645
Pasivos corrientes como % de COGS	49,2%	45,1%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%

Fuente: Elaboración propia.

Los últimos datos que necesitamos son los relativos a inmovilizado: valores al principio y final del ejercicio, amortizaciones y capex. Estimamos valores conservadores en línea con las cifras históricas.

Ilustración 34: Asunciones de CapEx para el negocio de prensa.

Análisis de CAPEX	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Inmovilizado al principio del ejercicio	37.083	87.888	67.545	63.364	58.747	53.744	48.396	42.714
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	60.721	(10.681)	2.859	2.693	2.564	2.464	2.367	2.270
Amortizaciones	9.916	9.662	7.040	7.310	7.566	7.812	8.049	8.276
Inmovilizado al final del ejercicio	87.888	67.545	63.364	58.747	53.744	48.396	42.714	36.708
Capex sobre ventas (%)	163,7%	(12,2%)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fuente: Elaboración propia.

ii. Coste de capital

El WACC, al igual que en los negocios anteriores, ha sido calculado de igual manera, siguiendo la metodología de Damodaran (2009) de utilizar una estructura de capital cambiante.

Ilustración 35: WACC para el negocio de prensa.

WACC Prensa	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Beta apalancada Prisa Prensa	1,92	1,67	1,49	1,37	1,27	1,20
Coste de los RRPP	12,81%	11,27%	10,22%	9,47%	8,90%	8,46%
Coste de la deuda	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%	5,99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	1,876	1,448	1,157	0,947	0,789	0,667
Coste de Capital (WACC)	7,38%	7,26%	7,15%	7,05%	6,96%	6,87%

Fuente: Elaboración propia.

iii. Valoración

Descontando los flujos de caja al mencionado WACC, obtenemos una valoración del negocio de prensa de 187.847.000 euros. Cabe mencionar que se ha utilizado una más que conservadora tasa g de crecimiento de 0,5% anual, en vista de las inciertas perspectivas de este negocio, y el enorme cambio al que está sometido habida cuenta de las tendencias de consumidores.

Ilustración 36: Valoración del negocio de prensa.

Valoración DCF	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
WACC	7,4%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%
Factor de descuento	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	(1.834)	3.464	8.425	9.326	9.299	8.835
Suma valor actual flujos de caja	37.515					
Tasa g crecimiento a perpetuidad	0,5%					
Valor terminal (VT)	210.408					
Valor presente del VT	139.332					
Valor de la Empresa (EV)	176.847					
Peso del VT (%)	78,8%					
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	21,2%					

Fuente: Elaboración propia.

5.3 Valoración por múltiplos ajustada

5.3.1 Valoración del negocio de educación

1. Múltiplos comparables

i. Universo de comparables

Para el negocio de educación se han escogido como comparables por su modelo de negocio y perfil de riesgo las siguientes empresas: Pearson, Houghton Mifflin, Sanoma, Udemy, Juangsu Yunyi, Bloomsbury Publishing y GK Software.

ii. Valoración

Aplicando la valoración por comparables sobre los datos financieros de Prisa proyectados para 2021, obtenemos los siguientes valores:

Ilustración 37: Valoración por comparables al negocio de educación.

Valoración Comparables - Educación

En miles de €

Múltiplos - Comparables	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	2,3x	23,3x	9,3x
Mediana	2,0x	15,9x	8,1x
Media	2,0x	16,8x	8,3x
Mínimo	1,5x	12,2x	7,5x

Valoración Prisa Educación	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	896.996	1.580.909	783.080
Mediana	769.443	1.075.012	682.948
Media	751.074	1.138.945	694.059
Mínimo	568.414	824.849	627.261

Prisa Educación 2021	
Ingresos	385.078
EBIT	67.726
EBITDA	84.054

Fuente: Elaboración propia.

Como se adelantó en la parte relativa al marco teórico, se utilizan múltiplos no apalancados para evitar la distorsión provocada por los altos niveles de deuda (i.e., no se utiliza, por ejemplo, el P/E al tener Prisa pérdidas).

2. Múltiplos de transacciones precedentes

i. Universo de comparables

Las adquisiciones seleccionadas para su comparación han sido seleccionadas de entre las ocurridas en los últimos 3 años (i.e., desde 2019 hasta ahora). En concreto, se han escogido:

- Compra de Houghton Mifflin por Veritas Capital por 2.400 millones de dólares en 2022.
- Compra de De Agostini por Arnoldo Mondadori en por 158 millones de euros en 2021.
- Compra de McGraw-Hill por Platinum Equity por 3.700 millones de dólares en 2021.
- Compra de Blake eLearning por 3P Learning por 118 millones de dólares en 2021.
- Compra de Santillana España (filial de Prisa) por Sanoma por 465 millones de euros en 2020.
- Compra de Jiangsu Jiayi Education por Lvjing Holding por 152 millones de euros en 2020.
- Compra de Galileo Global Education por Montagu Private Equity y otros inversores financieros por 2.200 millones de euros en 2019.
- Compra e Cengage Learning por McGraw-Hill por 2.300 millones de euros en 2019.

ii. Valoración

Los múltiplos resultantes son los siguientes:

Ilustración 38: Valoración transacciones precedentes negocio de educación.

Valoración transacciones precedentes - Educación

En miles de €

Múltiplos - Transacciones Precedentes	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	4,6x	19,4x	18,8x
Mediana	3,5x	15,5x	12,2x
Media	3,4x	15,3x	12,9x
Mínimo	1,8x	10,8x	7,4x

Valoración Prisa Educación	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	1.776.055	7.487.217	1.580.496
Mediana	1.365.004	5.986.493	1.025.060
Media	1.302.140	5.879.313	1.087.610
Mínimo	686.786	4.164.229	618.619

Prisa Educación 2021	
Ingresos	385.078
EBIT	67.726
EBITDA	84.054

Fuente: Elaboración Propia

5.3.2 Valoración del negocio de radio

1. Múltiplos comparables

i. Universo de comparables

Para el negocio de radio se han escogido como comparables por su modelo de negocio y perfil de riesgo las siguientes empresas: Sirius XM, iHeartMedia, Audacy, Cumulus Media y Beasley Broadcast.

ii. Valoración

Aplicando los múltiplos de valoración a las métricas financieras proyectadas del negocio de radio para el año 2021, obtenemos el siguiente rango de valoración:

Ilustración 39: Valoración comparables negocio de radio.

Valoración comparables - Radio

En miles de €

Múltiplos - Comparables	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	3,9x	16,8x	12,5x
Mediana	1,6x	13,5x	8,0x
Media	2,1x	13,5x	8,8x
Mínimo	1,2x	9,7x	7,0x

Valoración Prisa Radio	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	765.391	99.895	340.468
Mediana	314.819	79.875	218.997
Media	400.909	80.262	240.444
Mínimo	240.789	57.614	189.768

Prisa Radio 2021	
Ingresos	194.533
EBIT	5.931
EBITDA	27.245

Fuente: Elaboración propia.

2. Múltiplos de transacciones precedentes

i. Universo de comparables

Las adquisiciones seleccionadas para su comparación han sido seleccionadas de entre las ocurridas en los últimos 3 años (i.e., desde 2019 hasta ahora). En concreto, se han escogido:

- Compra de Bulsatcom por Bulgarian Telecommunications company por 120 millones de euros en 2021.
- Compra de Communicorp Group por Bauer Media por 100 millones de euros en 2021.
- Compra de Grupo Media Capital (filial de Prisa) por un consorcio de inversores portugueses por 151 millones de euros en 2020.
- Compra de Stitcher por Sirius XM por The EW Scripps Company por 287 millones de euros en 2020.
- Compra de GEDI por Exor por 357 millones de euros en 2019.

ii. Valoración

Aplicando los múltiplos comparables, la valoración del negocio de radio es la siguiente:

Ilustración 40: Valoración por transacciones precedentes del negocio de radio.

Valoración transacciones precedentes - Radio

En miles de €

Múltiplos - transacciones precedentes	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	4,5x	6,3x	10,8x
Mediana	1,2x	6,3x	8,0x
Media	1,7x	6,3x	8,0x
Mínimo	0,6x	6,3x	5,2x

Valoración Prisa Radio	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	872.053	37.248	294.232
Mediana	225.872	37.248	218.572
Media	332.523	37.248	218.572
Mínimo	107.090	37.248	142.912

Prisa Radio 2021E	
Ingresos	194.533
EBIT	5.931
EBITDA	27.245

Fuente: elaboración propia.

5.3.3 Valoración del negocio de prensa

1. Múltiplos de compañías comparables

i. Universo de comparables

Para el negocio de prensa se han escogido como comparables por su modelo de negocio y perfil de riesgo las siguientes empresas: News Corporation, New York Times, TX Group, RCS MediaGroup, Cairo Communication, Lee Enterprises, Vocento, DallasNews.

ii. Valoración

Aplicando los múltiplos de valoración a las métricas financieras proyectadas del negocio de prensa para el año 2021, obtenemos el siguiente rango de valoración:

Ilustración 41: Valoración por transacciones precedentes del negocio de prensa.

Valoración comparables - Prensa

En miles de €

Múltiplos - Comparables	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	3,2x	27,8x	23,6x
Mediana	0,8x	8,8x	5,4x
Media	1,2x	12,2x	8,6x
Mínimo	0,6x	6,5x	4,2x

Valoración Prisa Prensa	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	432.217	99.700	256.817
Mediana	113.458	31.353	58.921
Media	167.638	43.632	93.580
Mínimo	75.484	23.355	45.791

Prisa Prensa 2022E	
Ingresos	134.629
EBIT	3.582
EBITDA	10.891

Fuente: Elaboración propia.

2. Múltiplos de transacciones precedentes

i. Universo de comparables

Las adquisiciones seleccionadas para su comparación han sido seleccionadas de entre las ocurridas en los últimos 3 años (i.e., desde 2019 hasta ahora). En concreto, se han escogido:

- Compra de PILILITICO por Axel Springer por 850 millones de euros en 2021.
- Compra de The McClatchy Company por Chatham Asset Management por 269 millones de dólares en 2020.
- Compra de The Buffalo News por Lee Enterprises por 127 millones de dólares en 2020.
- Compra de Grupo Media Capital (filial de Prisa) por Cofina por 211 millones de euros en 2020.
- Compra de Axel Springer por Traviata I por 8.000 millones de euros en 2019.

ii. Valoración

Aplicando los múltiplos comparables, la valoración del negocio de prensa es la siguiente:

Ilustración 42: Valoración transacciones precedentes del negocio de prensa.

Valoración transacciones precedentes - Prensa

En miles de €

Múltiplos - transacciones precedentes	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	2,5x	15,2x	10,9x
Mediana	1,2x	10,8x	8,1x
Media	1,4x	10,8x	8,1x
Mínimo	0,4x	6,3x	5,2x

Valoración Prisa Prensa	EV/Ingresos	EV/EBIT	EV/EBITDA
Máximo	340.207	54.536	118.638
Mediana	156.317	38.515	87.884
Media	185.240	38.515	87.884
Mínimo	59.196	22.495	57.130

Prisa Prensa 2022E	
Ingresos	134.629
EBIT	3.582
EBITDA	10.891

Fuente: Elaboración propia.

5.4 Suma de las partes y ajuste por estrés financiero

Una vez valoradas las divisiones de Prisa tanto por DCF como por múltiplos, es momento de realizar la suma de las partes, y el procedente ajuste por estrés, en la línea de lo expuesto en el apartado del trabajo relativo a marco teórico.

La metodología del DCF nos ha dado un valor concreto, pero para la valoración según múltiplos hemos optado por escoger, de entre las distintas valoraciones posibles, la mediana del múltiplo EV/Ingresos. Escogemos el múltiplo EV/Ingresos puesto que creemos que es el menos alterado por la mala situación operativa y financiera de la compañía, y el que la va a valorar de manera más realista y comparable al de las otras alternativas. En segundo lugar, escogemos la mediana para evitar que la amplitud de la muestra analizada impacte en la cifra. De todos modos, el impacto no sería muy grande puesto que mediana y media se encuentran muy próximas en todas las valoraciones efectuadas.

Respecto a la **valoración por DCF**, obtenemos que el valor del negocio de Prisa total (la suma de los valores de todos los negocios) es 1.763 millones de euros aproximadamente:

Valoración negocio de educación	1.269.327
---------------------------------	-----------

Valoración negocio de radio	317.300
Valoración negocio de prensa	176.847
Valor del negocio total (TEV)	1.763.474

Para hallar el valor de los recursos propios, previo al ajuste por estrés, debemos sustraer la deuda financiera neta y restarle los intereses minoritarios (filiales de Prisa que debido a la normativa contable consolida al 100% pero que no posee el 100%) y asociados (filiales de prisa que no consolida por tener menos del 50% de la propiedad):

Valor del negocio total (TEV)	1.763.474
- Deuda financiera Neta	(780.600)
Deuda financiera	949.300
- Caja	(168.700)
- Intereses minoritarios	(44.950)
+ Asociados	27.020
Valor de los recursos propios	964.944

A continuación entra el ajuste por estrés expuesto anteriormente. Se trata de, en un primer momento, ponderar el valor obtenido conforme a la probabilidad de bancarrota conforme a las tablas de Damodaran (2009) y, en segundo lugar, añadir el potencial valor de liquidación de los recursos propios. En este caso, dado que el actual valor de los recursos propios en libros es negativo, hemos asumido que no habría valor remanente alguno de los recursos propios en caso de liquidación:

Valor de los recursos propios	964.944
Probabilidad de bancarrota acumulada a 5 años	48,2%
Valor de los RRPP * (1- prob. de bancarrota)	499.648
Valor en libros de los RRPP	—
Porcentaje de los RRPP recuperables en caso de bancarrota	35,0%
Valor liquidativo RRPP en caso de bancarrota	—
Valor liquidativo RRPP en caso de bancarrota * (prob. de bancarrota)	—
Valor de los RRPP ajustado	499.648

Por tanto, obtenemos que tras realizar el ajuste el valor de los recursos propios es de casi 500 millones de euros.

Debe advertirse que hemos seleccionado como valor en libros de los RRPP 0. Esto se debe a que actualmente el Grupo tiene un valor de recursos propios negativos, como consecuencia de las pérdidas acumuladas y el alto endeudamiento. Por ello, decidimos asumir que el valor liquidativo actual de los RRPP es de 0.

En virtud de las cuentas anuales consolidadas del grupo, en la actualidad hay 708.650.193 acciones en circulación.

Si dividimos la citada cantidad por el número de acciones, obtenemos un resultado de **0,71 euros por acción** de valor real tras el ajuste por estrés. La cotización al cierre de mercados del día 25 de marzo de 2022 fue de 0,66 euros por acción. Vemos igualmente que, en caso de no realizar ajuste por estrés alguno, el valor por acción sería de 1,36 euros por acción²⁶, un 93% más que el valor post ajuste, y un 106% por encima del valor de mercado actual.

Por lo que respecta a la valoración por múltiplos, aplicando el mencionado múltiplo de EV/Ingresos obtenemos los siguientes resultados:

²⁶ Valor de los recursos propios sin ajuste entre número de acciones. = 964.944/754.750.193

Ilustración 43: Valoración y ajuste por estrés valoración relativa.

Sumario múltiplos de comparables y transacciones precedentes - Ajuste por estrés		
<i>EV/Ingresos en el rango de mediana</i>		
<i>En miles salvo por acción</i>		
Metodología	Comp.	Trans. Prec.
Valor negocio educación	769.443	1.365.004
Valor negocio radio	314.819	225.872
Valor negocio prensa	113.458	156.317
Valor del negocio total (TEV)	1.197.720	1.747.193
- Deuda financiera Neta	(758.200)	
Deuda financiera	949.300	
- Caja	(191.100)	
- Intereses minoritarios	(44.950)	
+ Asociados	27.020	
Valor de los recursos propios	421.590	971.063
Probabilidad de bancarrota acumulada a 5 años	48,2%	
Valor de los RRPP * (1- prob. de bancarrota)	218.299	502.817
Valor en libros de los RRPP	-	
Porcentaje de los RRPP recuperables en caso de bancarrota	35%	
Valor liquidativo RRPP en caso de bancarrota	-	
Valor liquidativo RRPP en caso de bancarrota * (prob. de bancarrota)	-	
Valor de los RRPP ajustado	218.299	502.817
Número de acciones emitidas	708.650	
Precio intrínseco por acción con ajuste por estrés	0,31	0,71
Precio intrínseco por acción sin ajuste por estrés	0,59	1,37
Diferencia de valor o sobreprecio	93,1%	93,1%
Capitalización Bursátil (a 11 de marzo de 2022)	464.170	
Precio por acción (a 11 de marzo de 2022)	0,66	

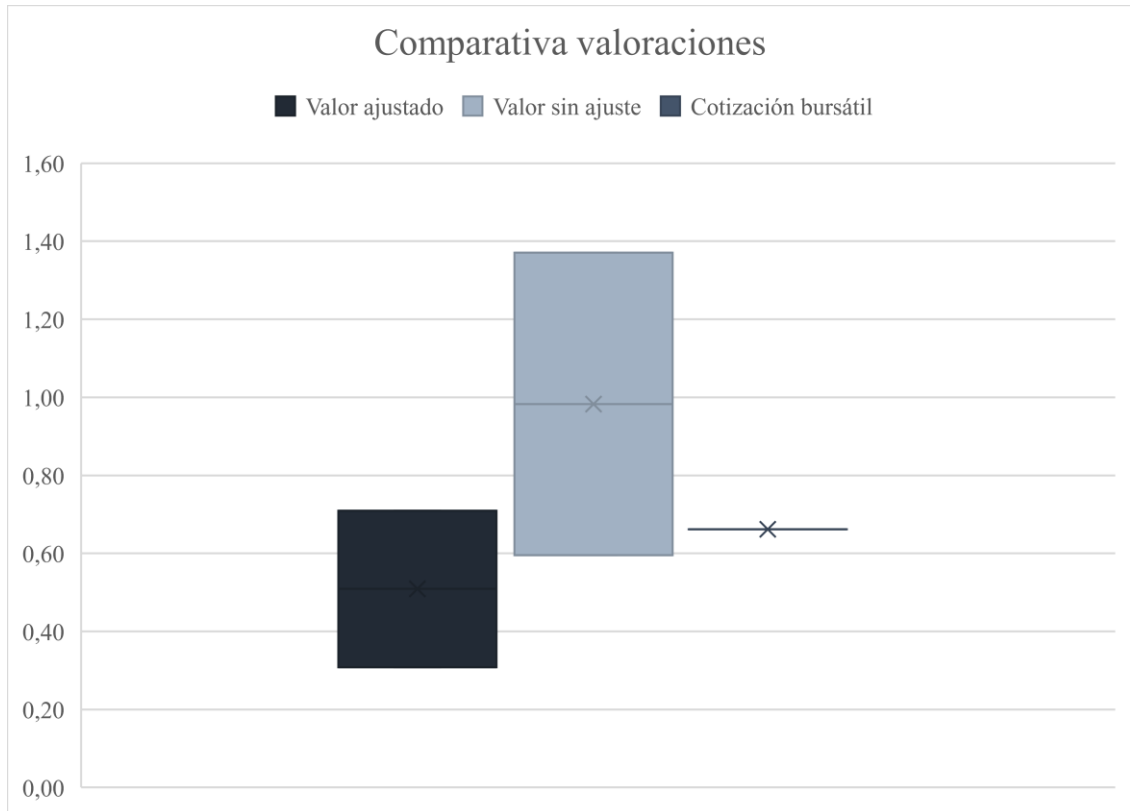
Fuente: elaboración propia.

Vemos que la valoración por comparables sale significativamente baja (0,31 euros por acción). Esto se debe a la depresión generalizada de precios en los sectores mencionados. Por su parte, la valoración por transacciones precedentes aporta una valoración significativamente superior, en coherencia con la clásica interpretación de que este método aporta una valoración más alta debido a la prima por control (Rosenbaum & Pearl, 2012).

Igualmente apreciamos en este método la importancia del ajuste por estrés, habiendo un 93% de diferencia entre el precio con ajuste y sin ajuste, reforzando nuestra tesis de la importancia de realizar el ajuste.

En definitiva, la valoración ajustada de Prisa podría oscilar entre los valores 0,31 euros por acción (valor bajo otorgado por los múltiplos de comparables) y 0,71 euros por acción (valor alto otorgado por múltiplos de transacciones precedentes), estando 0,71 euros por acción, el resultado del DCF, en el nivel de la valoración de transacciones precedentes.

Ilustración 44: Rango de valoración de Prisa y cotización actual.



Fuente: Elaboración propia.

6 CONCLUSIONES

La valoración de compañías en estrés financiero ha supuesto tradicionalmente un reto para los métodos de valoración tradicionales, los cuales han tenido carencias a la hora de capturar el verdadero valor de estas compañías, tendiendo a sobrevalorar esas compañías.

Desde asunciones demasiado optimistas en el crecimiento del negocio y la tasa de crecimiento a perpetuidad hasta una inadecuada estimación de la tasa de descuento, pasando por ignorar la probabilidad de quiebra de la empresa, estos métodos han adolecido de la precisión necesaria para la correcta estimación del valor de las compañías estresadas.

A lo largo del presente trabajo, se han expuesto los ajustes que, a juicio del autor, y en base a la bibliografía recopilada sobre la materia, son procedentes para conciliar a estos métodos de valoración tradicionales con las peculiares características de una compañía en estrés financiero.

En particular, los ajustes efectuados pivotan sobre 4 ejes. En primer lugar, unas asunciones conservadoras durante el periodo proyectado, pero sobre todo respecto de la tasa de crecimiento a perpetuidad en el caso del modelo DCF. Para la correcta valoración de un negocio en situación de estrés no pueden utilizarse las mismas asunciones de crecimiento que en un negocio normal, debiendo ser elegidas de forma conservadora. En segundo lugar, la tasa de descuento utilizada en el DCF, el WACC, debe tener en cuenta que la estructura de capital de la compañía va a variar a lo largo del periodo proyectado, y recogerla en consecuencia. En tercero, la valoración debe incluir la probabilidad de bancarrota y liquidación de la empresa, así como el eventual valor liquidativo en caso de que dicha liquidación tenga lugar. Y en cuarto y último lugar, aunque esto no sea algo exclusivo de la valoración de una compañía en estrés financiero, cobra especial relevancia: valorar los negocios de la empresa de manera separada, para calcular de manera independiente, realista y pragmática las perspectivas, riesgos y particularidades de cada uno de los negocios en los que una empresa opera.

El trabajo se culminó con un caso práctico sobre Promotora de Informaciones S.A, más conocida como el Grupo Prisa. Se escogió una compañía cuyo modelo de negocio está en crisis, muy afectado por los cambios de hábitos de los consumidores, que ha presentado

malas decisiones corporativas como la adquisición de Sogecable en 2008, y que las crisis le han castigado de forma significativa.

En este caso práctico se calculó el valor de esta compañía aplicando los métodos DCF y múltiplos con los ajustes mencionados. Respecto al primero de los puntos, relativo a realizar asunciones conservadoras sobre los crecimientos, en el caso se han utilizado crecimientos razonables aunque puedan parecer algo elevados los primeros años, puesto que tenemos considerar que los ingresos actuales parten de una base muy deprimida por el impacto del COVID. Respecto a las tasas de crecimiento a perpetuidad, se han asumido un 2,5% en Educación puesto que creemos, y así ha sido plasmado en multitud de informes sectoriales, que es un sector de gran potencial de crecimiento. En el negocio de radio, la tasa asumida ha sido un conservador 0,5%, dadas las malas perspectivas del negocio a largo plazo. En el de prensa, por su parte, al que consideramos el más dañado por el cambio de hábito de los consumidores, se ha asumido una también muy conservadora tasa g de 0,5%.

Respecto de las tasas de descuento o WACC, se ha asumido una estructura de capital cambiante, fruto de la progresiva estabilización del negocio, la cual muta desde el 65% de deuda financiera neta sobre activos totales en el primer año proyectado hasta un más estable 45%, que se mantiene indefinidamente. Consecuentemente, y por este orden, las betas, el coste de los RRPP, las ponderaciones de deuda y RRPP, y en última instancia el WACC van cambiando a lo largo del periodo proyectado.

Respecto del ajuste teniendo en cuenta las probabilidades de quiebra, han sido estimadas en 48,2% a 5 años, conforme a lo establecido en la literatura sobre la materia, y un valor liquidativo de RRPP de cero.

Con todo ello, y gracias a las técnicas tanto cualitativas como cuantitativas utilizadas, se ha llegado a la conclusión de que el valor que dichos métodos otorgan aplicando los ajustes por estrés está muy lejos del valor que obtendríamos en caso de no aplicarlos (1,36 euros por acción sin ajuste vs. 0,71 euros por acción con ajuste, en el rango medio, siendo la valoración actual de las acciones cotizadas de Prisa de 0,66 euros por acción), poniéndose de manifiesto la importancia del ajuste para otorgar valoraciones realistas.

Esa gran diferencia valorativa – 1,36 euros por acción sin ajuste vs. 0,71 euros por acción con ajuste – resume la tesis del presente trabajo, reforzando la idea de que en situaciones

de estrés financiero los métodos tradicionales de valoración sí pueden tener cabida, pero siempre teniendo en cuenta sus limitaciones, y ajustándolos en consecuencia.

7 BIBLIOGRAFÍA

- ALTMAN, E. (1968) “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, vol. XXIII, núm. 24, pp. 589-609.
- Altman, E., I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy* (Wiley Finance) (4th ed.). Wiley.
- AMAT, O.; ANTON, M. y MANINI, R. (2016) “Credit Concession through credit scoring. Analysis and application proposal”, UPF Working Paper, Department of Economics and Business.
- Asquith P, R. Gertner and D. Scharfstein (1994), “Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-bond Issuers.” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 3, 1189-1222
- Associated Press. (2014, 9 agosto). Peanut salmonella trial shows food safety relies on honor system. *NewsAdvance.Com*. Recuperado 15 de febrero de 2022, de https://newsadvance.com/news/local/peanut-salmonella-trial-shows-food-safety-relies-on-honor-system/article_67596124-2004-11e4-bef5-0017a43b2370.html
- Banco de España (2021). “Impact of the COVID-19 crisis on Spanish firms’ financial vulnerability”. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriales/DocumentosOcasionales/21/Files/do2119e.pdf>. Recuperado el 10 de febrero de 2022.
- Buttignon, F. (2020). Distressed Firm Valuation: A Scenario Discounted Cash Flow Approach. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 15(1), 20200002. Disponible en <https://doi.org/10.1515/jbvela-2020-0002>. Recuperado el 10 de febrero de 2022.
- Campbell, J., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In Search of Distress Risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939.
- Covenant. (2020c). Cornell Law School - LII / Legal Information Institute. Disponible en <https://www.law.cornell.edu/wex/covenant>. Recuperado 26 de febrero de 2022,

- Damodaran, A. (2018). *Dark Side of Valuation, The: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses* (3rd ed.). Pearson FT Press.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Distressed and Declining Companies*. Stern Business School. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1428022. Recuperado el 10 de diciembre de 2021
- Eisdorfer, A. (2008). Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*, 63(2), 609–637.
- Fernandez, Pablo and Aguirreamalloa, Javier and Avendaño, Luis Corres, Prima de riesgo del mercado utilizada para España: encuesta 2011 (The Equity Premium in Spain: Survey 2011) (May 6, 2015). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1822422> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1822422>. Recuperado el 5 de enero de 2022.
- Fernandez, Pablo and del Campo Baonza, Javier, Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers (May 21, 2010). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1609563> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1609563>. Recuperado el 10 de enero de 2022
- Garlappi, L., & Yan, H. (2011). Financial Distress and the Cross-section of Equity Returns. *The Journal of Finance*, 66(3), 789–722.
- Gordon, M. J. (1971). Towards a Theory of Financial Distress. *The Journal of Finance*, 26(2), 347–356. <https://doi.org/10.2307/2326050>
- Griffin, J. M., & Lemmon, M. L. (2002). Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns. *The Journal of Finance*, 57(5), 2318–2336.
- Grupo Prisa (2020). PRISA refinancia su deuda hasta 2025 y acuerda la venta de Santillana España por 465 millones | Prisa. Grupo Prisa. Disponible en <https://www.prisa.com/es/noticias/notas-de-prensa/prisa-refinancia-su-deuda-hasta-2025-y-acuerda-la-venta-de-santillana-espana-por-465-millones>. Recuperado 15 de febrero de 2022

- Grupo Prisa, CNMV (2022), comunicación de recalificación por parte de S&P. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c8498029-3fe4-471e-ae5f-d336a66d4f69}>. Recuperado el 14 de marzo de 2022.
- Hofer, C. W. (1980), "Turnaround Strategies." *Journal of Business Strategy*, Vol. Summer, 19-31.
- K. John, and L. H. P. Lang (1990), "Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default." *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 315-353
- Kricheff, R. (2021). *A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance: Credit Analysis for Below-Investment-Grade Bonds and Loans* (2nd ed.). Harriman House.
- Lokey, H. & Howard & Zukin (Firm) (2002). *Buying and Selling the Troubled Company* (2nd Edition).
- Lubian, F. J. L. (2008). Case Study: Financial Restructuring at Jazztel: What's Next? *Journal of Financial Education*, 34, 157–173. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/41948845>. Recuperado el 10 de febrero de 2022.
- Morgan Stanley, Almeida, H., & Philippon, T. (2004). Estimating Risk-Adjusted Costs of Financial Distress. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 105–109.
- Nesvold, P. H., Anapolsky, J., & Lajoux, R. A. (2011). *The Art of Distressed M&A: Buying, Selling, and Financing Troubled and Insolvent Companies (Art of M&A)* (1st ed.). McGraw-Hill Education.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040.
- Oyj, S. (2021, 8 marzo). Sanoma publishes pro forma financial information including the acquisition of Santillana Spain. *GlobeNewswire*. Recuperado 1 de marzo de 2022, de <https://www.globenewswire.com/fr/news-release/2021/03/08/2188367/0/en/Sanoma-publishes-pro-forma-financial-information-including-the-acquisition-of-Santillana-Spain.html>
- Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2012). *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs*, University Edition (Wiley Finance) (3rd ed.). Wiley.

Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2021). *Fundamentals of Corporate Finance* (13.^a ed.). McGraw-Hill Education.

Whitaker, R. B. (1999). The Early Stages of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–133.

Whitman, M., & Diz, F. (2009). *Distress Investing: Principles and Technique*. Wiley.

8 ANEXOS

Anexo I: Cuenta de pérdidas y ganancias de Grupo Prisa.

Promotora de Informaciones SA Class A PRS-ES BXC8GV5 Spain Common stock Source: FactSet Fundamentals															
	DEC '21	DEC '20	DEC '19	DEC '18	DEC '17	DEC '16	DEC '15	DEC '14	DEC '13	DEC '12	DEC '11	DEC '10	DEC '09	DEC '08	DEC '07
	Preliminary		Restate	Restate	Restate	Restate									
GAAP/IFRS Income Statement															
Sales	741	691	937	1.065	1.309	1.157	1.348	1.408	2.680	2.623	2.641	2.688	3.155	3.643	3.620
Cost of Goods Sold (COGS) incl. D&A	551	664	697	946	839	976	1.124	2.221	2.059	2.031	1.938	2.327	2.738	3.146	
COGS excluding D&A	480	587	638	869	764	885	1.021	2.033	1.871	1.859	1.768	2.130	2.539	2.915	
Depreciation & Amortization Expense	71	77	59	78	75	91	103	188	188	171	170	197	199	231	
Depreciation	34	38		29		33									
Amortization of Intangibles	37	39		48		58									
Amortization of Deferred Charges															
Gross Income	140	273	369	362	319	372	284	459	564	611	749	828	905	473	
SG&A Expense	151	178	263	226	214	240	249	421	379	431	484	457	520		
Research & Development															
Other SG&A	151	178	263	226	214	240	249	421	379	431	484	457	520		
Other Operating Expense	761	11	17	7	10	28	34	20	100	45	12	56	45	30	
EBIT (Operating Income)	(20)	(22)	78	99	126	76	98	15	18	134	252	316	340	443	
Nonoperating Income - Net	(14)	11	29	27	40	42	83	235	(32)	(17)	20	103	65	369	55
Nonoperating Interest Income		1	1	1	1	1	25	2					15	34	14
Equity in Earnings of Affiliates														(8)	(32)
Reserves Increase (Decrease)															
Other Income (Expense)	(14)	10	28	26	38	41	57	233	(32)	(17)	20	103	49	343	73
Interest Expense	50	130	78	99	83	101	169	229	110	114	133	140	252	399	210
Gross Interest Expense	50	130	78	99	83	101	169	229	110	114	133	140	252	399	210
Interest Capitalized															
Unusual Expense - Net		17	57	(17)	100	0	(0)	31	864	304	246	43	(22)	18	0
Pretax Income	(83)	(158)	(28)	44	(18)	17	12	(10)	(987)	(349)	(225)	173	150	292	289
Income Taxes	21	81	53	231	62	78	(25)	133	43	(20)	148	73	63	90	27
Equity in Earnings of Affiliates	1	(8)	3	4	5	4	4	36	1	(6)	(20)	(100)	(20)		
Other After Tax Adjustments															
Consolidated Net Income	(103)	(247)	(78)	(183)	(74)	(57)	42	(107)	(1.029)	(335)	(393)	0	67	202	262
Minority Interest	1	(14)	9	33	27	30	34	(73)	(381)	(83)	56	38	14	43	70
Net Income	(103)	(233)	(88)	(216)	(102)	(87)	8	(34)	(649)	(252)	(449)	(38)	53	158	192
Discontinued Operations	(3)	323	(95)	(54)	(1)	19	(3)	(2.203)	(0)	(3)	(3)	(35)	(2)	(75)	
Preferred Dividends															
Net Income available to Common	(107)	90	(182)	(269)	(103)	(68)	5	(2.237)	(649)	(255)	(451)	(73)	50	83	192
Per Share															
EPS (recurring)		0	(0)	(1)	(0)	(0)	0	(22)	(1)	(1)	(5)	(2)	3		
EPS (basic)															
Basic Shares Outstanding		707	665	525	151	149	137	102	64	60	54	18	14	14	13
Total Shares Outstanding		707	707	589	169	149	148	136	67	63	54	54	14	13	13
EPS (diluted)	(0)	0	(0)	(1)	(1)	(0)	0	(22)	(10)	(4)	(8)	(4)	4	6	14
Diluted Shares Outstanding		707	665	525	151	149	137	102	64	60	54	18	14	14	13
Total Shares Outstanding		707	707	589	169	149	148	136	67	63	54	54	14	13	13
Earnings Persistence		53	76	69	84	81	64	64	81	91			93	71	84
Dividends per Share															2
Payout Ratio															16
EBITDA															
EBITDA		48	154	158	203	151	188	118	207	273	305	423	512	539	675
EBIT	(20)	(22)	78	99	126	76	98	15	18	85	134	252	316	340	443
Depreciation & Amortization Expense		71	77	59	78	75	91	103	188	188	171	170	197	199	231
Supplemental															
Rental Expense		5	6	51	56	53	58	56	135	136	138	126	159	140	
Stock Option Comp Exp (Net of Tax)															1
Foreign Currency Translation Gains/Losses		(2)	(4)	(7)	10	(4)	(13)	(15)	2	0	(4)	2	(0)	(14)	2
Tax Rate				520		464	(211)					42	42	31	9
Ordinary Income															
Headline EPS															

Fuente: FactSet

Anexo II: Balance consolidado histórico de Grupo Prisa.

Promotora de Informaciones SA Class A PRS-ES EXCOGVS Spain Common stock Source: FactSet Fundamentals															
	DEC '21	DEC '20	DEC '19	DEC '18	DEC '17	DEC '16	DEC '15	DEC '14	DEC '13	DEC '12	DEC '11	DEC '10	DEC '09	DEC '08	DEC '07
	Preliminary		Restate	Restate	Restate	Restate									
GAAP/IFRS Balance Sheet															
Assets															
Cash & Short-Term Investments	171	230	171	320	241	258	395	268	282	133	155	405	89	50	80
Cash Only	169	222	167	295	218	246	319	152	139	113	98	245	83	49	73
Total Short-Term Investments	2	8	5	25	23	12	76	115	143	20	56	160	7	1	7
Short-Term Receivables	266	249	383	370	418	418	440	509	1,252	1,252	1,270	1,246	1,207	1,238	1,216
Accounts Receivables, Net	196	312	303	355	347	372	391	909	907	869	915	913	966	964	
Accounts Receivables, Gross	252	373	370	410	404	439	459	984	981	940	999	992	1,048	1,038	
Bad Debt/Doubtful Accounts	(56)	(61)	(67)	(56)	(57)	(68)	(67)	(76)	(74)	(71)	(85)	(79)	(82)	(74)	
Other Receivables	52	71	67	63	71	68	118	343	345	401	331	294	272	252	
Inventories	40	46	84	150	151	169	154	159	240	270	275	203	218	306	325
Finished Goods	36	65	137	141	154	147	147	224	252	257	179	194			
Work in Progress	1	4	0	1	4	0	1	3	4	2	2	1			
Raw Materials	8	16	13	9	11	6	12	13	14	17	22	23			
Progress Payments & Other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
Other Current Assets	2	4	281	7	-	8	38	1,119	0	-	-	0	0	0	0
Prepaid Expenses	2	4	281	7	-	8	38	1,119	0	-	-	0	0	0	0
Miscellaneous Current Assets	479	528	920	847	810	853	1,027	2,055	1,775	1,656	1,700	1,854	1,515	1,594	1,621
Total Current Assets	110	155	191	88	98	122	128	143	262	296	307	296	346	398	423
Net Property, Plant & Equipment	388	423	418	547	574	584	604	1,070	1,111	1,058	1,063	1,178	1,195	1,228	1,228
Property, Plant & Equipment - Gross	233	232	330	449	452	456	464	808	815	751	767	833	797	805	
Accumulated Depreciation	38	35	69	68	63	71	74	232	650	671	720	684	711	106	170
Total Long-Term Investments	27	25	49	43	37	46	52	56	614	628	653	714	114	45	115
LT Investment - Affiliate Companies	11	5	11	11	15	25	22	166	12	24	37	40	42	61	55
Other Long-Term Investments	5	9	14	11	11	20	31	23	20	31	(70)	(85)			
Long-Term Note Receivable	206	209	275	518	612	722	705	736	2,766	3,676	3,967	4,252	4,673	4,690	2,854
Intangible Assets	110	113	151	409	498	593	600	2,482	3,360	3,645	3,904	4,320	4,303	2,420	2,420
Goodwill	96	97	124	109	114	129	127	136	284	316	322	349	354	388	434
Other Intangible Assets	46	43	116	135	335	354	425	421	1,244	1,344	1,167	1,046	1,314	1,298	1,365
Deferred Tax Assets	0	1	1	4	4	5	5	5	7	19	18	(1,027)	274	20	92
Other Assets	1	1	2	2	2	2	1	1	4	10	12	12	12	12	10
Deferred Charges	0	0	0	2	3	3	4	4	5	15	8	7	262	7	82
Tangible Other Assets	878	972	1,572	1,661	1,923	2,126	2,363	3,592	6,704	7,662	7,879	7,105	8,193	8,107	6,526
Total Assets	878	972	1,572	1,661	1,923	2,126	2,363	3,592	6,704	7,662	7,879	7,105	8,193	8,107	6,526
Liabilities & Shareholders' Equity															
Current															
ST Debt & Curr. Portion LT Debt	15	121	74	76	1,037	68	101	109	208	249	312	429	2,800	2,554	536
Accounts Payable	196	191	271	271	277	302	296	318	1,093	1,152	1,180	1,235	1,181	1,258	1,233
Income Tax Payable	29	41	62	62	63	63	57	113	129	115	155	124	80	73	
Other Current Liabilities	145	84	266	162	164	183	122	741	196	189	171	156	158	206	206
Dividends Payable	-	-	-	-	-	23	23								
Accrued Payroll	145	84	266	162	164	160	99	741	196	189	171	156	158	206	206
Miscellaneous Current Liabilities	356	426	652	571	1,478	553	581	1,225	1,610	1,719	1,778	1,975	4,263	4,097	2,048
Total Current Liabilities	356	426	652	571	1,478	553	581	1,225	1,610	1,719	1,778	1,975	4,263	4,097	2,048
Long-Term															
Long-Term Debt	934	910	1,282	1,150	703	1,654	1,908	2,646	3,346	3,025	3,479	3,294	2,168	2,581	2,717
Long-Term Debt excl Lease Obligations	934	806	1,160	1,144	697	1,654	1,908	2,646	3,327	3,007	3,448	3,291	2,161	2,572	2,705
Capital and Operating Lease Obligations	104	122	5	7	7	7	18	18	19	31	3	7	9	12	
Provision for Risks & Charges	21	19	22	29	45	57	60	116	95	254	357	186	90	75	67
Deferred Tax Liabilities	21	17	25	19	23	21	36	60	30	22	30	29	73	79	113
Other Liabilities	57	3	3	129	158	178	173	163	54	30	16	(1,028)	226	17	228
Deferred Tax Liability-Untaxed Reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	57	3	3	129	158	178	173	163	54	30	16	(1,028)	226	17	228
Deferred Income															
Total Liabilities	1,390	1,375	1,984	1,897	2,407	2,462	2,758	4,209	5,135	5,050	5,660	4,455	6,820	6,849	5,173
Non-Equity Reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equity															
Preferred Stock (Carrying Value)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Equity	(557)	(449)	(481)	(310)	(564)	(425)	(462)	(476)	1,607	2,186	1,625	2,020	1,254	1,157	1,142
Total Shareholders' Equity	(557)	(449)	(481)	(310)	(564)	(425)	(462)	(476)	1,607	2,186	1,625	2,020	1,254	1,157	1,142
Accumulated Minority Interest	45	46	70	75	79	89	67	(141)	(37)	426	593	631	119	101	212
Total Equity	(512)	(403)	(412)	(236)	(485)	(336)	(395)	(618)	1,569	2,612	2,218	2,650	1,373	1,258	1,354
Total Liabilities & Shareholders' Equity	878	972	1,572	1,661	1,923	2,126	2,363	3,592	6,704	7,662	7,879	7,105	8,193	8,107	6,526
Per Share															
Supplemental															
Working Capital	123	102	268	276	(667)	299	445	830	165	(63)	(78)	(120)	(2,748)	(2,503)	(427)
Total Capital	393	582	874	915	1,177	1,297	1,547	2,278	5,161	5,460	5,417	5,742	6,222	6,291	4,395
Total Debt	949	1,031	1,356	1,226	1,740	1,722	2,009	2,754	3,554	3,274	3,792	3,723	4,967	5,134	3,253
Net Debt	778	801	1,184	906	1,500	1,464	1,613	2,486	3,272	3,141	3,637	4,878	5,084	3,173	
Comprehensive Income															
Stock Option Comp															
Non-Qualified Option/Warrant Awards															
Operating Lease Commitments							254	958	970	1,050	1,119				
Long-Term Debt Maturities		103	46	59	54	51	62	65	208	249	224	429	2,800	2,554	536

Fuente: FactSet

Anexo III: Estado de flujos de caja histórico Grupo Prisa.

Promotora de Informaciones SA Class A															
PRS-ES BXC8GV5 Spain Common stock															
Source: FactSet Fundamentals															
	DEC '21	DEC '20	DEC '19	DEC '18	DEC '17	DEC '16	DEC '15	DEC '14	DEC '13	DEC '12	DEC '11	DEC '10	DEC '09	DEC '08	DEC '07
	Preliminary		Restate	Restate	Restate	Restate									
GAAP/IFRS Cash Flow															
Operating Activities															
Net Income / Starting Line		(166)	(26)	48	(13)	21	16	26	(986)	(355)	(245)	73	130	698	192
Depreciation, Depletion & Amortization		71	77	59	78	75	91	155	1,097	602	473	260	255	250	231
Deferred Taxes & Investment Tax Credit		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest paid on Lease Liabilities - Operating															
Other Funds		148	82	61	103	38	57	(99)	38	(21)	(5)	(5)	9	(624)	133
Funds from Operations		52	133	168	168	134	164	81	149	226	223	328	394	324	556
Extraordinaries		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Changes in Working Capital		(2)	(50)	(17)	(73)	(19)	(45)	(26)	(69)	(80)	(78)	(181)	(84)	(2)	34
Receivables		100	(62)	19	(14)	10	4	403	(44)	(56)	(81)	(93)	(199)	(57)	(270)
Inventories		28	(14)	(1)	17	(10)	6	13	30	11	(18)	21	17	20	(55)
Accounts Payable		(130)	26	(35)	(77)	(20)	(55)	(447)	(52)	(72)	(83)	44	102	28	358
Income Taxes Payable															
Other Accruals															
Other Assets/Liabilities		-	-	-	-	-	5	(3)	36	104	(154)	(4)	7	-	-
Net Operating Cash Flow		50	83	151	94	114	119	56	81	145	145	147	310	322	590
Investing Activities															
Capital Expenditures		(45)	(62)	(62)	(67)	(66)	(80)	(74)	(153)	(169)	(218)	(206)	(128)	(189)	(213)
Capital Expenditures (Fixed Assets)		(14)	(17)	(15)	(23)	(17)	(28)	(23)	(46)	(46)	(77)	(80)	(30)	(124)	(213)
Capital Expenditures (Other Assets)		(32)	(45)	(47)	(45)	(49)	(53)	(51)	(107)	(122)	(141)	(126)	(98)	(65)	-
Net Assets from Acquisitions															
Sale of Fixed Assets & Businesses															
Purchase/Sale of Investments		(1)	(350)	(6)	(13)	83	(1)	(10)	(4)	(7)	(12)	(16)	(1)	(2,073)	-
Purchase of Investments		1	350	6	21	27	9	10	4	7	12	16	1	2,073	-
Sale/Maturity of Investments		-	-	0	9	110	8	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Funds		438	24	22	2	16	894	549	7	13	(15)	92	6	333	-
Other Uses		(34)	(19)	(6)	-	-	(3)	-	-	(20)	-	(3)	(34)	-	-
Other Sources		472	43	28	2	16	894	552	7	13	6	92	9	367	-
Net Investing Cash Flow		392	(388)	(46)	(78)	34	813	465	(149)	(163)	(245)	(130)	(124)	(1,929)	(213)
Financing Activities															
Cash Dividends Paid		(2)	(39)	(25)	(27)	(29)	(4)	(26)	(30)	(81)	(83)	(26)	(5)	(49)	(34)
Common Dividends		(2)	(39)	(25)	(27)	(29)	(4)	(26)	(30)	(81)	(83)	(26)	(5)	(49)	(34)
Preferred Dividends		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in Capital Stock		0	192	545	(0)	(1)	59	100	2	151	3	574	33	(1)	-
Repurchase of Common & Preferred Stk.		-	-	-	(0)	(1)	-	-	-	-	-	-	-	(1)	-
Sale of Common & Preferred Stock		0	192	545	-	-	59	100	2	151	3	574	33	-	-
Proceeds from Sale of Stock		0	192	545	-	-	59	100	2	151	3	574	33	-	-
Proceeds from Stock Options		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Issuance/Reduction of Debt, Net		(335)	69	(505)	(4)	(193)	(786)	(544)	219	106	58	(1,605)	-	1,623	(1)
Change in Current Debt		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(307)
Change in Long-Term Debt		-	-	-	-	(193)	(786)	(544)	219	106	58	(1,605)	-	1,623	306
Issuance of Long-Term Debt		-	-	-	-	9	59	61	280	150	209	47	-	1,623	306
Reduction in Long-Term Debt		-	-	-	-	(203)	(846)	(605)	(62)	(44)	(151)	(1,652)	-	-	-
Change in Other Debt		(335)	69	(505)	(4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Repayments of Operating Lease Liabilities															
Interest paid on Lease Liabilities - Financing															
Other Funds		(37)	(46)	(41)	(7)	3	(12)	(22)	(84)	(145)	(30)	1,186	(192)	21	(804)
Other Uses		(39)	(46)	(41)	(7)	-	(12)	(22)	(84)	(145)	(30)	-	(212)	-	(804)
Other Sources		2	-	-	-	3	-	-	-	-	-	1,186	21	21	-
Net Financing Cash Flow		(374)	176	(26)	(38)	(221)	(744)	(492)	106	31	(52)	130	(163)	1,595	(839)
All Activities															
Exchange Rate Effect		(12)	0	(2)	(7)	0	(21)	(16)	(11)	1	5	15	10	(11)	-
Miscellaneous Funds		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Change in Cash		55	(129)	78	(29)	(73)	167	13	26	15	(147)	162	33	(23)	(462)
Free Cash Flow		37	66	136	72	97	91	32	35	99	68	67	280	197	377
Free Cash Flow per Share		0	0	0	0	1	1	0	1	2	1	4	20	14	29
Free Cash Flow Yield (%)		6	7	16	37	24	24	8	9	44	9	16	36	40	14
Supplemental															
Interest Paid		61	55	41	38	38	49	50	63	105	124	125	159	269	195
Taxation		18	25	21	37	24	37	34	55	39	53	32	31	32	27

Fuente: FactSet

Anexo IV: Probabilidad de quiebra implícita según Damodaran

Fuente: Damodaran

Rating	Cumulative probability of distress		If Interest Coverage Ratio is	Default Spread
S&P Rating	5 years	10 years		
AAA	0.03%	0.03%	> 8.50	0.75%
AA	0.18%	0.25%	6.50 - 8.50	1.00%
A+	0.19%	0.40%	5.50 - 6.50	1.50%
A	0.20%	0.56%	4.25 - 5.50	1.80%
A-	1.35%	2.42%	3.00 - 4.25	2.00%
BBB	2.50%	4.27%	2.50 - 3.00	2.25%
BB	9.27%	16.89%	2.00 - 2.50	3.50%
B+	16.15%	24.82%	1.75 - 2.00	4.75%
B	24.04%	32.75%	1.50 - 1.75	6.50%
B-	31.10%	42.12%	1.25 - 1.50	8.00%
CCC	39.15%	51.38%	0.80 - 1.25	10.00%
CC	48.22%	60.40%	0.65 - 0.80	11.50%
C+	59.36%	69.41%	n.a.	n.a.
C	69.65%	77.44%	0.20 - 0.65	12.70%
C-	80.00%	87.16%	< 0.20	15.00%

Anexo V: Modelo DCF Completo – Educación

Modelo DCF - Negocio de Educación

€ en miles

En miles de euros	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	497,003	365,617	385,078	408,777	427,592	444,980	461,432	478,671
Ingresos por suscripción digital	n.a.	142,737	154,156	166,488	178,142	190,612	202,049	214,172
Ingresos por didáctico	n.a.	222,880	227,338	238,705	245,866	250,783	255,799	260,915
Otros ingresos	9,054	3,584	3,584	3,584	3,584	3,584	3,584	3,584
Gastos de explotación	(426,237)	(331,688)	(317,352)	(334,616)	(350,901)	(366,150)	(380,740)	(396,009)
Consumos	(105,594)	(76,130)	(80,182)	(85,117)	(89,035)	(92,655)	(96,081)	(99,670)
Gastos de personal	(120,318)	(96,375)	(97,364)	(103,356)	(108,113)	(112,509)	(116,669)	(121,028)
Amortizaciones	(47,864)	(41,945)	(16,328)	(17,963)	(19,673)	(21,453)	(23,299)	(25,214)
Servicios exteriores	(135,277)	(107,290)	(113,001)	(117,058)	(122,446)	(127,425)	(132,136)	(137,073)
Otros	(17,184)	(9,948)	(10,477)	(11,122)	(11,634)	(12,107)	(12,555)	(13,024)
Resultado de explotación	70,766	33,929	67,726	74,161	76,691	78,830	80,692	82,662
EBITDA	118,630	75,874	84,054	92,124	96,364	100,283	103,991	107,876
Margen EBITDA (%)	24%	21%	22%	23%	23%	23%	23%	23%
Capital circulante	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos Corrientes	373,105	275,059	289,699	307,529	321,684	334,765	347,142	360,111
Pasivos Corrientes	309,228	182,496	174,608	184,107	193,067	201,457	209,485	217,885
Circulante	63,877	92,563	115,091	123,422	128,617	133,308	137,657	142,226
Variación de circulante	63,877	28,686	22,528	8,331	5,195	4,691	4,350	4,568
Asunciones de Capital Circulante								
Activos corrientes	373,105	275,059	289,699	307,529	321,684	334,765	347,142	360,111
Activos corrientes como % de ventas	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Pasivos corrientes	309,228	182,496	174,608	184,107	193,067	201,457	209,485	217,885
Pasivos corrientes como % de COGS	73%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por suscripción digital (%)	n.a.	n.a.	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.0%	6.0%
Crecimiento de ingresos por didáctico (%)	n.a.	n.a.	2.0%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Crecimiento de ingresos totales (%)	(17.1%)	(26.4%)	5.3%	6.2%	4.6%	4.1%	3.7%	3.7%
% de ingresos por modelos de suscripción	20.0%	39.0%	40.0%	40.7%	41.7%	42.8%	43.8%	44.7%
% de ingresos por didáctico	80.0%	61.0%	59.0%	58.4%	57.5%	56.4%	55.4%	54.5%
Crecimiento de otros ingresos (%)	(56.1%)	(60.4%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Margen bruto (%)	14.2%	9.3%	17.6%	18.1%	17.9%	17.7%	17.5%	17.3%
Consumos sobre ventas (%)	21.2%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
Gastos de personal sobre ventas (%)	24.2%	26.4%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
Servicios exteriores sobre ventas (%)	27.2%	29.3%	29.3%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
Otros gastos sobre ventas (%)	3.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

Cascada de amortización

Vida Útil del inmovilizado	10 Años	Amortización						
Año	CapEx	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
2021E	15,403	1,540	1,540	1,540	1,540	1,540	1,540	
2022E	16,351		1,635	1,635	1,635	1,635	1,635	
2023E	17,104			1,710	1,710	1,710	1,710	
2024E	17,799				1,780	1,780	1,780	
2025E	18,457					1,846	1,846	
2026E	19,147						1,915	
Activo Fijo Neto a cierre 2020	147,874	14,787	14,787	14,787	14,787	14,787	14,787	
Total Amortización		16,328	17,963	19,673	21,453	23,299	25,214	
Inmovilizado al principio del ejercicio	194,336	226,428	147,874	146,949	145,338	142,768	139,114	134,273
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	79,956	-36,609	15,403	16,351	17,104	17,799	18,457	19,147
Amortizaciones	47,864	41,945	16,328	17,963	19,673	21,453	23,299	25,214
Inmovilizado al final del ejercicio	226,428	147,874	146,949	145,338	142,768	139,114	134,273	128,206
CAPEX sobre ventas (%)	16.1%	(10.0%)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

Valoración DCF - Educación								
Flujos de Caja (EURm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos	497,003	365,617	385,078	408,777	427,592	444,980	461,432	478,671
% Cambio		(26%)	5%	6%	5%	4%	4%	4%
EBITDA	118,630	75,874	84,054	92,124	96,364	100,283	103,991	107,876
% Cambio		-36%	11%	10%	4%	4%	4%	4%
Amortizaciones	47,864	41,945	15,403	16,351	17,104	17,799	18,457	19,147
EBIT	70,766	33,929	68,651	75,773	79,261	82,484	85,533	88,729
Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	53,075	25,447	51,488	56,830	59,446	61,863	64,150	66,547
+Amortizaciones	47,864	41,945	15,403	16,351	17,104	17,799	18,457	19,147
-Capex	(79,956)	36,609	(15,403)	(16,351)	(17,104)	(17,799)	(18,457)	(19,147)
=Cambio en capital circulante	(63,877)	(28,686)	(22,528)	(8,331)	(5,195)	(4,691)	(4,350)	(4,568)
Flujo de Caja a descontar	(42,895)	75,315	28,960	48,499	54,251	57,172	59,800	61,978
% Cambio	n.a.		-62%	67%	12%	5%	5%	4%
WACC	7.17%	7.04%	6.93%	6.82%	6.73%	6.64%		
Factor de descuento	1.07	1.15	1.23	1.31	1.40	1.49		
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	27,022	42,276	44,226	43,630	42,758	41,554		
Suma valor actual flujos de caja	241,466							
Tasa g crecimiento a perpetuidad	2.50%							
Valor terminal (VT)	1,533,057							
Valor presente del VT	1,027,862							
Valor de la Empresa (EV)	1,269,327							
Peso del VT (%)	81%							
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	19%							

Anexo VI: WACC del negocio de Educación – Detalle

WACC - Negocio de Educación

€ en miles

Asunciones

Prima de Riesgo de Mercado	6.00%	Prima de riesgo media utilizada en España. Fuente: encuesta IESE
Tasa libre de riesgo	1.27%	Fuente FactSet: Yield medio bonos del Gobierno de España a 10 años
Calificación crediticia de Prisa	CC	Fuente: Prisa / CNMV a 3 de marzo de 2022
Diferencial de Impago	11.50%	Fuente: Damodaran
Coste de la deuda de Prisa	5.99%	Tasa libre de riesgo + diferencial de impago
Tipo impositivo	25.00%	From terminal year of UFCF forecast
Coste de la deuda después de impuestos	4.49%	Coste de la deuda x (1 - tasa impositiva)

FactSet Universal Screening

Name	Symbol	3y BETA	Total Debt%	Total Equity	Backup	Tax Rate	Unlevered beta
Arco Platform Ltd. Class A	ARCE	0.67	54%	54.13	30%	0.48	
Bloomsbury Publishing Plc	331477	0.41	7%	7.36	20%	0.39	
GK Software SE	B39PYR	1.93	57%	57.24	30%	1.38	
Houghton Mifflin Harcourt Company	HMHC	1.20	137%	136.96	20%	0.57	
Pearson PLC	067760	0.63	33%	32.79	20%	0.50	
Sanoma Oyj	596464	0.71	23%	22.65	20%	0.60	
Talkweb Information System Co. Ltd. Class A	B3BMTY	1.68	25%	24.86	10%	1.37	
					AVERAGE	0.76	

WACC Educación	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Beta apalancada Prisa Educación (= Beta no apalancada x [1+(1-t) x (Deuda/FFPP)])	1.82	1.58	1.41	1.29	1.20	1.13
Coste de los RRPP (CAPM: Rf + B * MRP)	12.20%	10.74%	9.75%	9.03%	8.50%	8.08%
Coste de la deuda	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	188%	145%	116%	95%	79%	67%
Coste de Capital (WACC)	7.17%	7.04%	6.93%	6.82%	6.73%	6.64%

Anexo VII: Modelo DCF completo– Educación

Modelo DCF - Negocio de Educación

€ en miles

En miles de euros	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	268,663	185,718	194,533	201,938	207,713	213,662	215,705	217,768
Publicidad	248,062	176,302	185,117	192,522	198,297	204,246	206,289	208,352
Otros	20,601	9,416	9,416	9,416	9,416	9,416	9,416	9,416
Gastos de explotación	(230,726)	(149,348)	(192,354)	(199,874)	(205,991)	(212,289)	(215,164)	(218,066)
Consumos	(62)	(22)	-	-	-	-	-	-
Gastos de personal	(103,408)	(91,978)	(91,292)	(94,766)	(97,477)	(100,269)	(101,227)	(102,195)
Amortizaciones	(17,559)	(17,797)	(21,314)	(22,324)	(23,363)	(24,431)	(25,509)	(26,598)
Servicios exteriores	(107,025)	(17,797)	(77,813)	(80,775)	(83,085)	(85,465)	(86,282)	(87,107)
Otros	(2,672)	(21,754)	(1,935)	(2,008)	(2,066)	(2,125)	(2,145)	(2,166)
Resultado de explotación	37,937	36,370	2,179	2,064	1,723	1,373	541	(299)
EBITDA	55,496	54,167	23,494	24,388	25,085	25,804	26,050	26,300
Margen EBITDA (%)	20.7%	29.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Capital circulante	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos Corrientes	137,009	110,655	115,907	120,319	123,760	127,305	128,522	129,751
Pasivos Corrientes	97,590	78,541	86,559	89,943	92,696	95,530	96,824	98,130
Circulante	39,419	32,114	29,348	30,376	31,065	31,775	31,698	31,621
Variación de circulante	21,247	(7,305)	(2,766)	1,028	689	710	(76)	(77)
Asunciones de Capital Circulante								
Activos corrientes	137,009	110,655	115,907	120,319	123,760	127,305	128,522	129,751
Activos corrientes como % de ventas	51.0%	59.6%	59.6%	59.6%	59.6%	59.6%	59.6%	59.6%
Pasivos corrientes	97,590	78,541	86,559	89,943	92,696	95,530	96,824	98,130
Pasivos corrientes como % de COGS	45.8%	59.7%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por publicidad	(3.5%)	(28.9%)	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	1.0%	1.0%
Crecimiento de otros ingresos	(31.5%)	(54.3%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Margen bruto	14.1%	19.6%	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%	0.3%	(0.1%)
Consumos como % de las ventas	(0.0%)	(0.0%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos de personal como % de las ventas	41.7%	52.2%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%
Servicios exteriores como % de las ventas	39.8%	9.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Otros gastos como % de las ventas	1.0%	11.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Cascada de amortización								
Vida útil del inmovilizado	10 Años							
Año	CapEx		2021E	2022E	Amortización		2025E	2026E
2021E	9,727		973	973	973	973	973	973
2022E	10,097			1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
2023E	10,386				1,039	1,039	1,039	1,039
2024E	10,683					1,068	1,068	1,068
2025E	10,785						1,079	1,079
2026E	10,888							1,089
Activo Fijo Neto a 2021	203,416		20,342	20,342	20,342	20,342	20,342	20,342
		Total Amortización	21,314	22,324	23,363	24,431	25,509	26,598
Análisis de CAPEX								
Inmovilizado al principio del ejercicio	198,363	244,663	203,416	191,828	179,601	166,624	152,877	138,153
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	63,859	(23,450)	9,727	10,097	10,386	10,683	10,785	10,888
Amortizaciones	17,559	17,797	21,314	22,324	23,363	24,431	25,509	26,598
Inmovilizado al final del ejercicio	244,663	203,416	191,828	179,601	166,624	152,877	138,153	122,443
Capex sobre ventas (%)	23.8%	(12.6%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Valoración DCF - Radio								
Flujos de Caja (EURm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos	268,663	185,718	194,533	201,938	207,713	213,662	215,705	217,768
% Cambio	n.a.	(30.9%)	4.7%	3.8%	2.9%	2.9%	1.0%	1.0%
EBITDA	55,496	54,167	23,494	24,388	25,085	25,804	26,050	26,300
% Cambio	n.a.	(2.4%)	(56.6%)	3.8%	2.9%	2.9%	1.0%	1.0%
Amortizaciones	17,559	17,797	21,314	22,324	23,363	24,431	25,509	26,598
EBIT	37,937	36,370	2,179	2,064	1,723	1,373	541	(299)
Tasa impositiva	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPAT	28,453	27,278	1,634	1,548	1,292	1,030	406	-224
+Amortizaciones	17,559	17,797	21,314	22,324	23,363	24,431	25,509	26,598
-Capex	(63,859)	23,450	(9,727)	(10,097)	(10,386)	(10,683)	(10,785)	(10,888)
±Cambio en capital circulante	(21,247)	7,305	2,766	(1,028)	(689)	(710)	76	77
Flujo de Caja a descontar	(39,094)	75,830	15,988	12,747	13,580	14,067	15,206	15,563
% Cambio	n.a.	n.a.	(78.9%)	(20.3%)	6.5%	3.6%	8.1%	2.3%
Valoración DCF	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E		
WACC	6.20%	6.06%	5.93%	5.81%	5.70%	5.60%		
Factor de descuento	1.06	1.13	1.19	1.26	1.33	1.41		
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	15,054	11,317	11,382	11,143	11,395	11,043		
Suma valor actual flujos de caja	71,333							
Tasa g crecimiento a perpetuidad	0.3%							
Valor terminal (VT)	291,384							
Valor presente del VT	206,761							
Valor de la Empresa (EV)	278,094							
Peso del VT (%)	74%							
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	26%							

Anexo VIII: WACC del negocio de Radio – Detalle

WACC - Negocio de Radio

€ en miles

Asunciones

Prima de Riesgo de Mercado	6.00%	Prima de riesgo media utilizada en España. Fuente: encuesta IESE
Tasa libre de riesgo	1.27%	Fuente FactSet: Yield medio bonos del Gobierno de España a 10 años
Calificación crediticia de Prisa	CC	Fuente: Prisa / CNMV a 3 de marzo de 2022
Diferencial de Impago	11.50%	Fuente: Damodaran
Coste de la deuda de Prisa	5.99%	Tasa libre de riesgo + diferencial de impago
Tipo impositivo	25.00%	From terminal year of UFCF forecast
Coste de la deuda después de impuestos	4.49%	Coste de la deuda x (1 - tasa impositiva)

FactSet Universal Screening

Name	Symbol	3y BETA	Total Debt%	Total Equity	Backup	Tax Rate	Unlevered beta
Audacy, Inc. Class A	AUD	1.4	316%	316.1		25%	0.43
Beasley Broadcast Group, Inc. Class A	BBGI	1.3	126%	125.5		27%	0.70
Cumulus Media, Inc. Class A	CMLS	2.0	280%	279.6		22%	0.63
iHeartMedia, Inc. Class A	IHRT	1.6	724%	723.7		29%	0.27
Sirius XM Holdings, Inc.	SIRI	1.0	35%	#N/A		21%	0.79
						AVERAGE	0.56

WACC Radio	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Beta apalancada Prisa Educación (= Beta no apalancada x [1+(1-t) x (Deuda/FFPP)])	1.36	1.18	1.05	0.96	0.90	0.85
Coste de los RRPP (CAPM: RF + B * MRP)	9.42%	8.33%	7.59%	7.06%	6.66%	6.35%
Coste de la deuda	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	1.876	1.448	1.157	0.947	0.789	0.667
Coste de Capital (WACC)	6.20%	6.06%	5.93%	5.81%	5.70%	5.60%

Anexo IX: Modelo DCF completo – Prensa

Partidas seleccionadas PyG - Negocio de prensa								
En miles de euros								
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos de explotación	194,068	152,203	142,962	134,629	128,193	123,195	118,358	113,489
Publicidad digital	104,392	79,304	22,205	24,870	27,108	29,006	30,746	31,976
Publicidad prensa escrita			50,556	42,973	36,527	31,048	26,391	22,432
Suscripción online	n.a.	4,600	9,200	11,960	14,950	17,940	19,734	20,721
Periódicos y revistas	61,190	49,885	42,402	36,042	30,636	26,040	22,134	18,814
Otros	28,486	18,414	18,598	18,784	18,972	19,162	19,353	19,547
Gastos de explotación	(210,346)	(186,281)	(151,374)	(131,047)	(120,943)	(114,992)	(109,837)	(105,877)
Consumos	(40,161)	(30,030)	(22,816)	(17,381)	(13,387)	(12,320)	(11,836)	(11,349)
Gastos de personal	(73,374)	(70,194)	(62,903)	(51,159)	(47,431)	(44,350)	(41,425)	(39,721)
Amortizaciones	(9,916)	(9,662)	(7,040)	(7,310)	(7,566)	(7,812)	(8,049)	(8,276)
Servicios exteriores	(84,642)	(74,114)	(57,185)	(53,851)	(51,277)	(49,278)	(47,343)	(45,396)
Otros	(2,253)	(2,281)	(1,430)	(1,346)	(1,282)	(1,232)	(1,184)	(1,135)
Resultado de explotación	(16,278)	(34,078)	(8,413)	3,582	7,249	8,203	8,521	7,612
Margen Bruto	(8.4%)	(22.4%)	(5.9%)	2.7%	5.7%	6.7%	7.2%	6.7%
EBITDA	(6,362)	(24,416)	(1,372)	10,891	14,815	16,015	16,570	15,889
Margen EBITDA	(3.3%)	(16.0%)	(1.0%)	8.1%	11.6%	13.0%	14.0%	14.0%
Capital circulante	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos Corrientes	137,009	110,655	100,073	94,240	89,735	86,237	82,851	79,443
Pasivos Corrientes	97,590	78,541	68,119	58,971	54,424	51,747	49,427	47,645
Circulante	39,419	32,114	31,955	35,269	35,310	34,490	33,424	31,798
Variación de circulante	21,247	(7,305)	(159)	3,314	41	(820)	(1,066)	(1,626)
Asunciones de Capital Circulante								
Activos corrientes	137,009	110,655	100,073	94,240	89,735	86,237	82,851	79,443
Activos corrientes como % de ventas	70.6%	72.7%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Pasivos corrientes	97,590	78,541	68,119	58,971	54,424	51,747	49,427	47,645
Pasivos corrientes como % de COGS	49.2%	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
Asunciones								
Crecimiento de ingresos por publicidad digital	n.a.	n.a.	12%	12%	9%	7%	6%	4%
Crecimiento de ingresos por publicidad escrita	n.a.	n.a.	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Crecimiento de ingresos por suscripción digital	n.a.	n.a.	100%	30%	25%	20%	10%	5%
Crecimiento de ingresos por ventas de periódicos	-13%	-35%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Crecimiento de otros ingresos	-13%	-35%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Consumos como % de las ventas	21%	20%	16%	13%	10%	10%	10%	10%
Gastos de personal como % de las ventas	38%	46%	44%	38%	37%	36%	35%	35%
Servicios exteriores como % de las ventas	44%	49%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Otros gastos como % de las ventas	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Cascada de amortización								
Vida Útil del inmovilizado	10 Años							
	Año	CapEx	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	2021E	2,859	286	286	286	286	286	286
	2022E	2,693		269	269	269	269	269
	2023E	2,564			256	256	256	256
	2024E	2,464				246	246	246
	2025E	2,367					237	237
	2026E	2,270						227
Activo Fijo Neto a 2021	67,545		6,755	6,755	6,755	6,755	6,755	6,755
		Total Amortización	7,040	7,310	7,566	7,812	8,049	8,276
Análisis de CAPEX								
Inmovilizado al principio del ejercicio	37,083	87,888	67,545	63,364	58,747	53,744	48,396	42,714
Nueva inversión en inmovilizado (CAPEX)	60,721	(10,681)	2,859	2,693	2,564	2,464	2,367	2,270
Amortizaciones	9,916	9,662	7,040	7,310	7,566	7,812	8,049	8,276
Inmovilizado al final del ejercicio	87,888	67,545	63,364	58,747	53,744	48,396	42,714	36,708
Capex sobre ventas (%)	163.7%	(12.2%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Valoración DCF - Prensa								
Flujos de Caja (EURm)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos	194,068	152,203	142,962	134,629	128,193	123,195	118,358	113,489
% Cambio	n.a.	(21.6%)	(6.1%)	(5.8%)	(4.8%)	(3.9%)	(3.9%)	(4.1%)
EBITDA	(6,362)	(24,416)	(1,372)	10,891	14,815	16,015	16,570	15,889
% Cambio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36.0%	8.1%	3.5%	(4.1%)
Amortizaciones	9,916	9,662	7,040	7,310	7,566	7,812	8,049	8,276
EBIT	(16,278)	(34,078)	(8,413)	3,582	7,249	8,203	8,521	7,612
Tasa impositiva	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPAT	(12,209)	(25,559)	(6,309)	2,686	5,437	6,152	6,391	5,709
+Amortizaciones	9,916	9,662	7,040	7,310	7,566	7,812	8,049	8,276
-Capex	(60,721)	10,681	(2,859)	(2,693)	(2,564)	(2,464)	(2,367)	(2,270)
±Cambio en capital circulante	(21,247)	7,305	159	(3,314)	(41)	820	1,066	1,626
Flujo de Caja a descontar	(84,261)	2,090	(1,969)	3,989	10,398	12,321	13,139	13,342
% Cambio	n.a.	n.a.	(194.2%)	n.a.	160.6%	18.5%	6.6%	1.5%
Valoración DCF	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E		
WACC	6.4%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%		
Factor de descuento	1.06	1.13	1.20	1.27	1.35	1.42		
Flujo de Caja descontado - Valor Actual	(1,851)	3,530	8,670	9,692	9,760	9,368		
Suma valor actual flujos de caja	39,168							
Tasa g crecimiento a perpetuidad	0.5%							
Valor terminal (VT)	253,140							
Valor presente del VT	177,741							
Valor de la Empresa (EV)	216,909							
Peso del VT (%)	81.9%							
Peso de los Flujos de Caja Descontados (%)	18.1%							

Anexo X: WACC del negocio de Prensa – Detalle

WACC - Negocio de Prensa

€ en miles

Asunciones

Prima de Riesgo de Mercado	6.00%	Prima de riesgo media utilizada en España. Fuente: encuesta IESE
Tasa libre de riesgo	1.27%	Fuente FactSet: Yield medio bonos del Gobierno de España a 10 años
Calificación crediticia de Prisa	CC	Fuente: Prisa / CNMV a 3 de marzo de 2022
Diferencial de Impago	11.50%	Fuente: Damodaran
Coste de la deuda de Prisa	5.99%	Tasa libre de riesgo + diferencial de impago
Tipo impositivo	25.00%	From terminal year of UFCF forecast
Coste de la deuda después de impuestos	4.49%	Coste de la deuda x (1 - tasa impositiva)

FactSet Universal Screening

Name	Symbol	3y BETA	Total Debt%	Total Equity	Backup	Tax Rate	Unlevered beta
Cairo Communication S.p.A.	410351	1.3	72%	72.0	0.2	0.81	
DallasNews Corporation Class A	DALN	0.5	51%	50.8	0.2	0.35	
Lee Enterprises, Incorporated	LEE	1.4	964%	963.6	0.3	0.18	
New York Times Company Class A	NYT	0.8	5%	4.7	0.2	0.72	
News Corporation Class A	NWSA	1.5	42%	42.0	0.3	1.12	
RCS MediaGroup S.p.A.	BBD809	1.2	87%	87.4	0.2	0.68	
TX Group AG	449881	0.3	5%	5.0	0.2	0.27	
Vocento, S.A.	B03PTZ	0.8	26%	25.8	0.2	0.65	
					AVERAGE	0.60	

WACC Prensa	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Beta apalancada Prisa Educación (= Beta no apalancada x [1+(1-t) x (Deuda/FFPP)])	1.44	1.25	1.12	1.03	0.95	0.90
Coste de los RRPP (CAPM: Rf + B * MRP)	9.93%	8.78%	7.99%	7.42%	7.00%	6.67%
Coste de la deuda	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
Deuda / (Deuda+RRPP)	65%	59%	54%	49%	44%	40%
RRPP/(Deuda + RRPP)	35%	41%	46%	51%	56%	60%
Deuda / RRPP	1.876	1.448	1.157	0.947	0.789	0.667
Coste de Capital (WACC)	6.38%	6.24%	6.11%	6.00%	5.89%	5.80%