



ICAIDE BUINESS SCHOOL

COMPARACIÓN DE LA VALORACIÓN RETROACTIVA DE THE WALT DISNEY COMPANY FRENTE A SU CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

Autor: Víctor Alejandro Carbó Peiro

Director: Álvaro Caballo Trébol

Madrid
Julio de 2016

La suerte favorece a los valientes

-Virgilio-

ABSTRAC:

¿Es útil el análisis fundamental para predecir la capitalización Bursátil de una compañía o por el contrario los mercados se basan únicamente en sentimientos y deberíamos de seguir otras disciplinas como el Análisis técnico para saber la evolución de un activo de renta variable en bolsa? En este trabajo se ha escogido una compañía “The Walt Disney Company” y se le ha sometido a este experimento. Se realizará una valoración retroactiva de la compañía (con los flujos de caja ya sabidos) y se comparará con la evolución de la capitalización Bursátil de la compañía. De esta manera, sabremos si podemos fiarnos de las técnicas de Análisis fundamental para predecir el movimiento del mercado

Contenido

Contenido	1
1. INTRODUCCIÓN, MOTIVACION DEL TRABAJO y OBJETIVO:.....	5
1.1 Introducción	5
1.2 Objetivo del trabajo:	6
2. PANORÁMICA DE LA COMPAÑÍA:	6
2.1 Principales Datos financieros de la compañía	7
2.2 Historia de la compañía	7
2.3 Descripción y Desglose de los distintos negocios:	11
2.2.1. Televisión	11
2.2.2. Parques recreativos y hoteles:	12
2.2.3. Producción y Distribución de películas.....	13
2.2.4. Gran consumo	13
2.2.5. Multimedia	13
2.4 Análisis Estratégico	14
2.5 Política de Dividendos:	15
2.6 Opinión según metodologías de principales analistas:	16
2.7 Descripción de las principales operaciones de M&A de la compañía.....	17
2.8 Principales competidores	18
3. MARCO TEÓRICO.....	19
3.1 Capitalización Bursátil:.....	19
3.2 Método de Valoración pro Descuento de Flujos de Caja	20
3.3 Calculo del Coste de Fondos propios a través del modelo CAPM.....	20
3.4 Valoración por Múltiplos:.....	21
4. METODOLOGÍA:	22
4.1 Particularidades en la Valoración por el método de Descuento de Flujos de caja de “The Walt Disney Company”:	22
4.2 Método para hallar la Capitalización de mercado:	25
5. ESTUDIO:.....	26

5.1	Resultados de la valoración de la compañía por el método de descuento de flujos de caja:	26
5.2	Evolución de la capitalización Bursátil de la compañía:	29
5.3	Realización de la tasa de crecimiento G:	30
5.4	Comparativa entre la valoración por flujos de caja y la capitalización Bursátil:...	32
5.5	Valoración por múltiplos de la compañía:	34
5.6	Como Afectará el Brexit a la valoración de “The Walt Disney Company”:	34
6.	CONCLUSIONES:	36
7.	BIBLIOGRAFIA:.....	37
8.	ANEXO:.....	40

1. INTRODUCCIÓN, MOTIVACION DEL TRABAJO y OBJETIVO:

1.1 Introducción

Para cualquiera que se dedique o se quiera dedicar al mundo de las finanzas, resulta indispensable tener un conocimiento sobre valoración de empresas. El saber valorar una empresa es un conocimiento que resulta de utilidad no solo para aquellos que se dedican íntegramente a actividades relacionadas con Banca de Inversión sino para todo aquel que trabaje en una compañía o que sienta inquietud por el mundo empresarial.

Un conocimiento en valoración de empresas proporciona a aquel que lo posee un profundo saber sobre las principales fuentes de valor de una compañía así como los principios económicos que rigen esta¹.

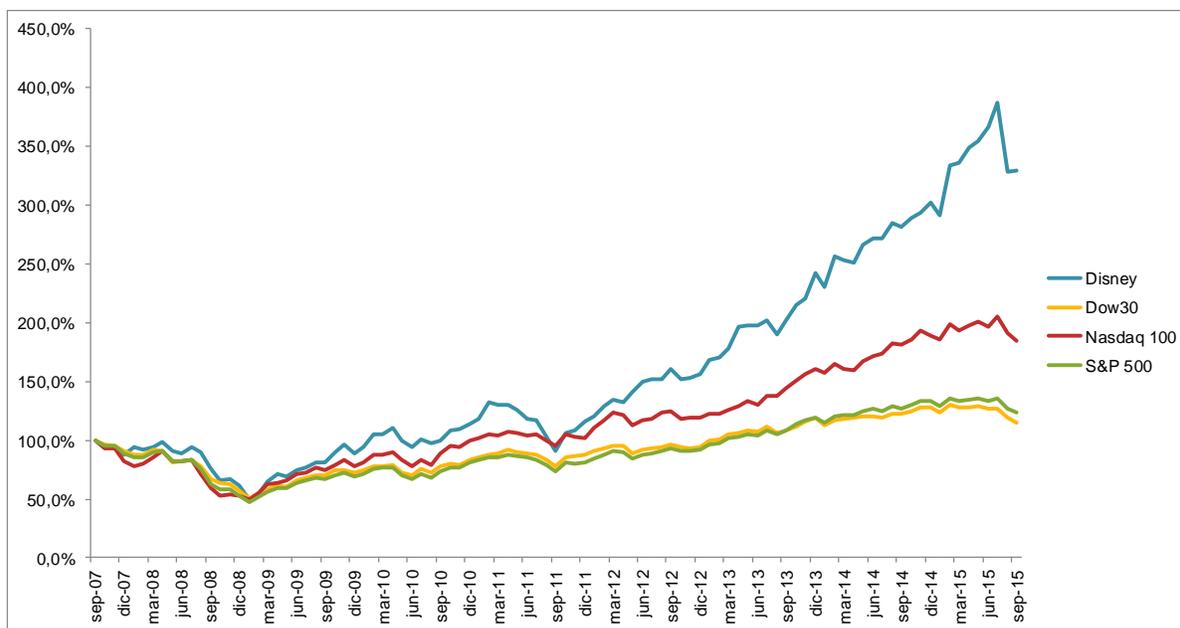
Aunque no es el único campo, ni mucho menos que se ha trabajado en el Máster, sí que es uno de los pilares sobre los que se ha sustentado así como la materia que más interés ha creado por mi parte.

Es por ello que me he decidido a profundizar más en la materia de la valoración empresarial.

Para ello me he decidido por la empresa “The Walt Disney Company”. Los principales motivos que me han llevado a escoger esta compañía son los siguientes:

- *No es una empresa financiera:* Sector en el que he desarrollado mi carrera profesional hasta la fecha, por ello prefería la elección de otro campo que me otorgara una visión más amplia de la economía y del tejido empresarial así como ofrecerme una distinta perspectiva sobre la estructura de una entidad
- *Su capitalización Bursátil:* En los últimos años The Walt Disney Company ha realizado un increíble desarrollo en cuanto a su valoración Bursátil cuadruplicado su valor desde 2008 batiendo por mucho a los principales índices (ver gráfico 1). Es por ello que me gustaría explorar, a través de la valoración de la compañía los principales motivos que han generado esta evolución.
- *Sus movimientos en el mercado:* Además, The Walt Disney Company, como líder de su mercado, siempre ha sido una compañía de grandes movimientos, no es raro ver en las noticias una operación de M&A de la entidad y como veremos más adelante, precisamente la compañía ha protagonizado las más sonadas.

¹ Pablo Fernandez; Valuation and Common Sense



(Gráfico 1.1: Evolución de la capitalización de Disney Frente a los principales Índices. Fuente: Yahoo Finance y Elaboración propia)

1.2 Objetivo del trabajo:

Utilizando la literatura disponible, el objetivo de este trabajo es valorar Disney a través de los distintos métodos más comúnmente aceptados para valorar empresas y compararla con su capitalización de mercado en 2008. De esta forma me gustaría comprobar si la valoración de la empresa coincide o se asemeja con su capitalización Bursátil en dicha y en caso de haber diferencias, tratar de explicarlas. Además podremos ver si es cierto que la capitalización, si bien en un momento puntual puede no ser similar que la valoración de una empresa, en el largo plazo tienden a converger.

2. PANORÁMICA DE LA COMPAÑÍA:

The Walt Disney Company es la segunda compañía de medios de comunicación y entretenimiento más grande del mundo (por detrás de Comcast). Actualmente cuenta con una estructura diversificada en distintas áreas de negocio que incluyen Cine, Televisión, música y publicidad entre otros.

La compañía es conocida principalmente por sus películas pues es la mayor productora de cine y pertenece a lo que en la industria americana se denomina Mayors².

² Productora y distribuidora de películas que consiguen a través de su negocio una cuota de mercado significativa

Pertenece desde el 6 de mayo de 1991 al Down Jones Industrial Average y actualmente es una de las 50 empresas más grandes de los mundos por capitalización bursátil.

Podríamos definir la visión de la compañía como ser el productor y distribuidor líder de bienes y servicios relacionados con el entretenimiento y la información así como maximizar el valor de su portfolio de marcas y negocios.

2.1 Principales Datos financieros de la compañía³

Valoración

- Precio/Beneficios=20,06
- Precio/valor contable= 3,7
- Precio/flujos de caja= 16,17
- Valor empresarial/EBITDA=11,3

Eficiencia:

- Ingresos recurrentes/empleado= 281.097\$
- Gastos laborales/empleado= 45.308\$
- Rotación de activos totales= 0,6%

Beneficios

- Ingresos= 52.465 M\$
- Margen Operativo= 13.200 M\$
- Beneficios antes de impuestos= 13.868M\$⁴
- Beneficios Después de impuestos= 8.383 M\$
- ROA (Retorno sobre Activos)= 9,73%
- ROE (Retorno sobre Recursos Propios)= 18,73%

Estructura de Capital:

- Deuda Sobre Recursos Propios= 38,94%
- Deuda sobre el Capital Total = 28,02%
- Deuda Total sobre Activos= 19,66%
- Deuda a largo plazo sobre Recursos Propios= 28,69%
- Deuda a Largo plazo sobre Capital= 20,65%

2.2 Historia de la compañía

La década de los 20:

³ Datos de 2015

⁴ El impuesto antes ed beneficios es mayor que el margen operativo debido al resultado financiero

En 1926, Walt Disney fundo junto con su hermano Roy, “Disney Brothers Cartoon Studio”, un estudio de animación y distribución de películas. A pesar de ser un éxito “Oswald, el conejo de la suerte” el primer personaje de la factoría, dio exiguos beneficios pues el estudio perdería sus derechos en favor de Universal Pictures. Para recuperarse de la pérdida que había supuesto este pleito, fue como el estudio dio con el que sería su personaje estrella “Mickey Mouse” cuyos primeros cortos fueron un éxito.

Disney continuó haciendo cortos y medimétrajes con Mickey y con nuevos personajes. Con el creciente éxito de la compañía se realizó una reorganización de la misma que pasó a llamarse “Walt Disney Productions, Limited” con 3 patas: Una división comercial y de “merchandising” (Walt Disney enterprises) y dos subsidiarias: “Disney Film Recording Company”; para el rodaje de películas y “Liled Realty and Investment company” para la gestión de las propiedades de Real Estate.

La década delos 30:

En 1932, Disney firmó un contrato en exclusiva con “Technicolor” para la producción de animaciones con color y empezó a distribuir para algunos de los principales estudios de Hollywood como Columbia Pictures y United Artist.

En 1934, acorde con el crecimiento que estaba teniendo la compañía, Walt Disney trató de llevar a cabo su primer largometraje (Blancanieves y los 7 enanitos). La película se acabó tras 3 años de trabajo pero fue un éxito tanto a nivel de crítica como a nivel financiero. Con los beneficios, Disney construyo un nuevo estudio y una sede en la que se encuentra la Dirección General de la compañía a día de hoy. En 1939, la compañía salió a bolsa.

La década de los 40:

Disney Siguió hacienda películas durante la Segunda Guerra Mundial a pesar de que vio como el negocio se deterioraba con motivo de la Guerra debido al gran número de animadores que eran llamados a filas y por el hecho de que el gobierno estadounidense obligó a la compañía a trabajar en películas de propaganda (en 1942, el 90% de la producción de Disney estaba relacionada con la películas o cortometrajes relacionados con la guerra).

Debido a la falta de recurso, durante la segunda mitad de los 40 Disney no pudo producir tantos largometrajes y se dedicó a sacar paquetes de medimétrajes

La década de los 50:

En 1950, Disney volvió a probar suerte con los largometrajes con “La Cenicienta”. Su éxito demostró, que la fórmula que tan bien había funcionado antes de la guerra podía seguir conduciendo al éxito. De esta época nacen películas como “Peter Pan” o “La bella

Durmiente”. Disney abandona la externalización de la distribución de sus producciones y funda “Buena Vista Distribution” para tal fin.

En los 50, sería también una época en la que Disney abriría otra de sus principales líneas de negocio: La producción de contenido televisivo. En 1950 formó una Joint Venture con “The Coca Cola Company” con el fin de sacar un especial para la NBC. En 1954, Disney saco a través ABC su primer programa regular “Disneyland” con el tiempo, la relación entre las dos compañías se hizo tan estrecha que Disney adquirió la cadena y todas sus diferentes subsidiarias creando así su propia línea de negocio en televisión

En 1955 Disney abrió su primer parque temático Disneyland, en California fundando prácticamente el negocio de los parques temáticos.

La década de los 60:

Durante los 60 Disney amplió su parque temático que se convertiría en uno de sus principales generadores de beneficios y siguió creciendo en el negocio de la televisión y la producción y distribución de largometrajes. Los cortometrajes y medimetrajes, otrora la parte central de su negocio, fueron desapareciendo poco a poco del plan estratégico de la compañía.

En 1966, muere Walt Disney y su hermano Roy se pone al mando de la compañía.

La década de los 70:

En 1971, la compañía abre su segundo parque temático “Walt Disney World” en Orlando, florida. Poco después, Roy Disney muere y la compañía queda bajo el control de Dom Tatum, Card Walker y Ron Miller.

Durante los siguientes años, aunque se consiguieron algunos éxitos como “Robin Hood” las producciones de Disney no contaron con el mismo beneplácito que habían tenido durante los 50 y los 60.

La nueva dirección general de la compañía decidió darle un nuevo rumbo a la empresa tratando de introducirse en mercados juveniles, aunque con un éxito limitado. También por primera vez Disney realizó Joint Ventures con otras productoras para la realización de películas.

La década de los 80:

A principios de los 80, Disney abrió su tercer parque temático y poco después, el primero fuera de Estados Unidos, Disneyland Tokio. En esa época, el 70% de los beneficios de la empresa provenían de la explotación comercial de parques temáticos. En 1984, Disney crea “Touchtone Pictures” con la idea de introducirse en el mercado de los

Blockbusters de acción real. También lanzo “Walt Disney Home Video” para hacerse un hueco en el mercado de la distribución de VHS.

A pesar de ello, “Walt Disney productions” se fue debilitando poco a poco debido a la mala fortuna de sus producciones. En 1984 hubo un fallido intento de OPA hostil contra Disney

Tras el intento de OPA, la familia “Sid Bass” compró cerca de un 20% de la compañía y trajo a nuevos directivos, provenientes de otras “Mayors”: Michael Eisner y Frank Wells de Paramount y Warner Brothers. La nueva dirección potenció “Touchtone Pictures” que fue responsable de algunas de las más memorables películas de los 80 como “El Club de los Poetas Muertos” o “Good Morning Vietnam”. También amplió su presencia en televisión con la sindicación y distribución de series.

Un acuerdo con Silver Screen Partners permitió a Disney dar un impulso al presupuesto de algunas de sus películas que se convirtieron en un éxito total convirtiendo a Disney en el estudio con más beneficios del mundo.

La década de los 90:

La década de los 90 se abrió con la operación de M&A para adquirir “The Jim Henson Company” dueña de los “Teleñecos” Además arreglo un acuerdo con Nomura y esta se convirtió en la principal fuente de financiación sustituyendo a Silver Screen y dando la oportunidad a la compañía de dar otro salto presupuestario en sus producciones.

La producción y distribución de películas volvió a ser el core de su mix de negocios aportando más del 50% de los beneficios. En 1993 adquirió Miramax, la productora de los hermanos Weinstein, productores de Reservoir Dogs y Pulp Fiction.

También adquirió nuevas cadenas de televisión así como se introdujo en el mundo de los deportes comprando un equipo de Hockey y otro de Baseball.

Disney en el siglo XXI:

A pesar de cómo se estaba desarrollando el negocio, los ataques del 11 de septiembre impactaron muy negativamente no solo en la industria cinematográfica sino también en la de servicios vacacionales donde Disney está muy presente.

Los problemas hicieron que Disney tuviera que deshacerse de negocios no estratégicos (como sus franquicias deportivas) y un ajuste de plantilla que afectó a 4000 trabajadores. Además, tuvo que enfrentarse a una nueva OPA hostil, esta vez por parte de su mayor competidor, Comcast.

A pesar de ello, la compañía logró salir adelante, en 2006 se produjo otra gran adquisición la de la compañía Pixar; una transacción valorada en 7.400 M\$ y en 2009 adquirió los estudios Marvel por 4.400M\$.

Los 3 años siguientes, Disney, preparando su siguiente gran operación se dedico a desinvertir en distintos estudios cinematográficos en segmentos considerados no estratégicos: Miramax, Imagemovers Digital (la productora de Robert Zemeckis), Disney Interactive Studios...

En 2012 Disney Adquiere por 4000 M\$ Lucasfilm, la productora de George Lucas responsable de George Lucas Responsable de la producción de las sagas de Star Wars e Indiana Jones.

2.3 Descripción y Desglose de los distintos negocios:

Datos en millones de \$						
Beneficios operativos	%	2014	2013	2012	2011	2010
<i>Televisión</i>	56.3%	7,321	6,818	6,619	6,146	5,132
<i>Parques recreativos y hoteles</i>	20.5%	2,663	2,220	1,902	1,553	1,318
<i>Producción y distribución de películas</i>	11.9%	1,549	661	722	618	693
<i>Gran consumo</i>	10.4%	1,356	1,112	937	816	677
<i>multimedia</i>	0.9%	116	-87	-216	-308	-234
		13,005	10,724	9,964	8,825	7,586
Ingresos	%	2014	2013	2012	2011	2010
<i>Televisión</i>	43.3%	21,152	20,356	19,436	18,714	17,162
<i>Parques recreativos y hoteles</i>	30.9%	15,099	14,087	12,920	11,797	10,761
<i>Producción y distribución de películas</i>	14.9%	7,278	5,979	5,825	6,351	6,701
<i>Gran consumo</i>	8.2%	3,985	3,555	3,252	3,049	2,678
<i>multimedia</i>	2.7%	1,299	1,064	845	982	761
		48,813	45,041	42,278	40,893	38,063

(Tabla 2.1: Desglose de las distintos negocios de la compañía así como su peso en la generación de ingresos Fuente: Informes anuales de “The Walt Disney Company y elaboración propia”)

2.2.1. Televisión

- *ESPN*: Conglomerado de canales de deportes por cable fruto de una Joint Venture entre Walt Disney y Hearst corporation (Aunque Disney controla el 80% de la misma) Está

presente en más de 200 países y se calcula que en Estados Unidos Llega a casi 95 millones de particulares.

- *ABC Television Group*: Excepto ESPN, la línea de negocio de Disney en televisión está recogida bajo el Holding “ABC Televisión Group”. Dentro de la misma estaría subdividida en:
 - *ABC Family*: Televisión por cable con contenido pensado para un target familiar y de todos los públicos aunque recientemente han sacado una nueva línea de programación con el objetivo de mujeres entre 15 y 30 años.
 - *Disney Channel Worldwide*: Conglomerado con de canales dedicados a la producción y distribución de contenido de entretenimiento pensado para un público infantil y juvenil. Algunos de sus canales más reconocibles son Disney Channel, Disney XD o Disney Cinemagic. Actualmente está presente en más de 160 países
 - *ABC Entertainment Group*: Canal de contenidos televisivos audiovisuales de tipo generalistas. Algunas de sus series más reconocidas son Anatomía de Grey, Modern Family, Erase una vez o la serie de culto Perdidos.

2.2.2. Parques recreativos y hoteles:

- *Disneyland Resort*: El primer parque de la compañía y con el que prácticamente se fundó el negocio de los parques temáticos en el mundo, Está formado por 2 parques temáticos, 3 hoteles (contando los que son propiedad de Disney) y varios complejos de tiendas.
- *Walt Disney World Resorts*: Situado en Orlando, Florida. Es el resort de vacaciones más visitado del mundo con más de 52 millones de clientes anuales. Está formado por 4 parques temáticos, 2 parques acuáticos, 3 campos de golf, 27 hoteles (contando los que son propiedad de Disney) Además de otros centros de ocio y entretenimiento y complejos de tiendas.
- *Tokio Disney Resort*: Fue el primer complejo de ocio vacacional situado fuera de Estados Unidos. Cuenta con 2 parques temáticos, 3 hoteles (contando los que son propiedad de Disney) y un complejo de tiendas
- *Disneyland Paris*: Situado a 32 kilómetro de la capital, fue construido estratégicamente para poder estar al alcance del mayor número de población posible. 70 Millones de personas se encuentran en un área a menos de 4 horas en coche del parque y 300 Millones a menos de un vuelo de 2 horas. Cuenta con 2 parques temáticos y numerosos hoteles así como restaurantes y complejos de compras.
- *Hong Kong Disney Resort*: Tiene una capacidad para 34.000 visitantes y recibe entre 7 y 9 millones de visitas al año. Actualmente el parque se considera un éxito financiero aunque en sus primeros años tuvo unos resultados por debajo de las expectativas
- *Sanghai Disney Resort*: Todavía sin inaugurar, (lo hará en junio de 2016) se trata del sexto resort de la compañía. Se calcula que ha costado entre 3.500 y 5.000 millones de dólares.

2.2.3. Producción y Distribución de películas

- *Walt Disney Motion Pictures*: Es la productora bajo la cual se engloban la mayoría de subdivisiones de cine de Disney.
 - *Touchtone pictures*: Centrada en películas de acción real para un público adulto. El Club de los Poetas Muertos, El Color del Dinero, las primeras películas de Wes Anderson como los Royal Tennessees o Rushmore o las últimas creaciones de Steven Spielberg como Puente de los Espías, War Horse o Lincoln son las obras más reconocidas de este estudio.
 - *Marvel Studios*: Adquirida por Disney en 2009, es responsable de la mayoría de las películas basadas en los personajes de tebeo con sello Marvel como Iron Man y Capitán América. Aunque no produce todas ellas, tiene derechos de explotación sobre las mismas.
 - *DisneyNature*: Productora centrada en la creación y distribución de Documentales
 - *Walt Disney Animation Studios*: Quizas la parte más característica de Disney, es la encargada de la realización de películas de animación para un público infantil. Peter Pan, Blancanieves y los Siete enanitos o La Bella y la Bestia son sus obras más características.
 - *Pixar Animation*: Pionera en la realización de películas de animación hechas por ordenador. Toy Story, Los Increíbles o Buscando a Nemo son algunas de sus principales producciones.
 - *Disney Toon Studios*: Estudio de películas para un público centrado en producciones que no van a pasar por las salas de cine si no que irá directamente a video o a televisión
 - *LucasFilm*: Productora creada por George Lucas, fue vendida a Disney en 2012 por 4.000 millones de dólares. Es la responsable de películas como las sagas de Star Wars o Indiana Jones. Aunque también tenía una línea de videojuegos y multimedia, esta fue cerrada cuando Disney compró la compañía.
- *Disney Music Group*: División encargada del negocio musical y discográfico de Disney
- *Disney Theatrical Group*: División encargada de musicales y espectáculos de teatro.

2.2.4. Gran consumo

- *Merchandise Licensing*: Es la división encargada de la explotación y gestión de toda la propiedad intelectual con la que cuenta “The Walt Disney Company”.
- *Publishing*: División encargada de la gestión de los ingresos por publicidad de la compañía
- *Retail*: Venta al por menor de productos ya sea en tiendas Disney (cuenta con más de 340 alrededor del mundo), a terceros o por internet.

2.2.5. Multimedia

- *Disney Interactive Games*: Centrada en la creación de videojuegos para consumidores

- *Disney Interactive Media*: Es la división centrada en la creación de contenidos On-line de Disney.

2.4 Análisis Estratégico

2.4.1. Análisis DAFO

Se trata de una matriz que analiza de una forma metodológica una empresa o un modelo de negocio. Se trata de identificar el objetivo y el rumbo de un negocio identificando los factores externos e internos que influyen en el mismo.

Fortalezas y debilidades serían los considerados como factores internos (tanto positivos como negativos): Estructura de recursos humanos, salud financiera, Know-how... Oportunidades y amenazas serían sus homónimos externos: La situación económica, Las tendencias del sector...

Análisis DAFO sobre The Walt Disney Company

Fortalezas:

- Gran poder de marca, conocida por todos los segmentos poblacionales
- Mix de negocios mejor diversificado que los competidores
- Capacidad de economías de escala.
- Sinergias entre negocios
- Éxito en adquisiciones estratégicas

Debilidades:

- Relativamente baja diversificación geográfica
- Oferta de productos considerada de lujo con gran volatilidad dependiendo del ciclo económico
- Mercado presente muy cambiante en el que el “know-how” aunque útil, no garantiza la generación de beneficios

Oportunidades:

- Expansión geográfica potencial (especialmente en economías emergentes)
- Capacidad de digitalización.
- Explotación de sinergias en negocios recientemente adquiridos

Amenazas:

- Incertidumbre geopolítica
- Volatilidad de los gustos de los consumidores
- Intensificación de la competencia

2.5 Política de Dividendos:

Disney, desde 1995 ha repartido todos los años dividendos y de hecho, tiene uno de los mejores registros de reparto de dividendos de todas las empresas americanas. En los 10 últimos años se ha aumentado en más de 4 veces los dividendos por acción (de 23 centavos de 1994 a 1,15\$. Esto significa un crecimiento anual del 17%. Hasta 2015 el dividendo era pagado una vez al año sin embargo, en 2015 Disney cambio la política que paso a pagar una vez cada 6 meses teniendo

Disney no desglosa con exactitud como calcula el pago con dividendos, sin embargo su estructura de balance, no demasiado apalancada y la mayor parte de ella con deuda a largo plazo y una cantidad de efectivo y equivalentes en el balance de cerca de 4.500 M\$ da flexibilidad para continuar con una política creciente

El ratio Payout ha pasado del 14,7% sobre beneficios 2007 al 37,6% que reparte actualmente. Por encima de la media que se sitúa en el 30%

El Dividendo sobre la capitalización tiene una media del 0,5% de media en los últimos 10 años aunque hubo un cambio de política que lo subió hasta el 0,7% y la reciente caída en bolsa de la compañía lo sitúa en estos momentos en el 1,3%. Con lo que está claramente por debajo de la media, tanto de sus comparables (media del 1,9%) como de la industria (un 3%)

El bajo dividendo es debido a la gran cantidad de recompra de acciones que realiza la compañía que ha hecho que durante los últimos años la acción de Disney sufra una gran revalorización. Disney prefiere remunerar a sus accionistas a través de la revalorización de la compañía y no a través de dividendo

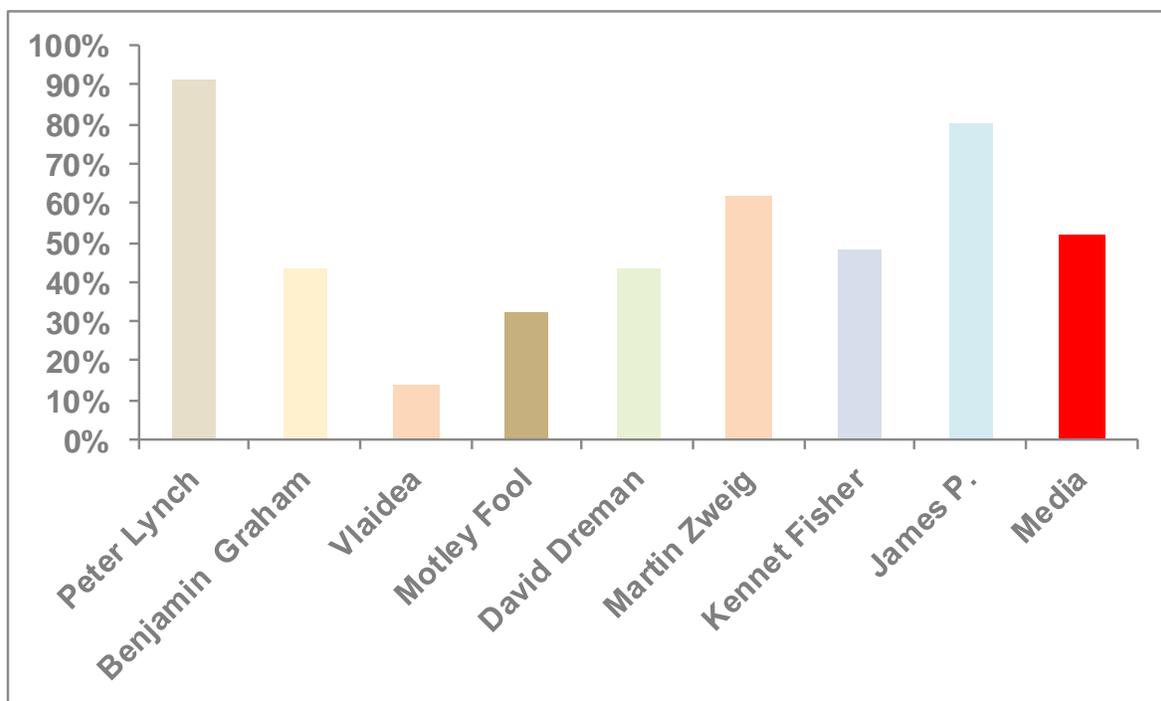
Fecha ex dividendo	Tipo	Importe en efectivo	Fecha de declaración	Fecha de registro	Fecha de pago
10/12/2015	Efectivo	0.71	02/12/2015	14/12/2015	42.380
01/07/2015	Efectivo	0.66	24/06/2015	06/07/2015	42.214
11/12/2014	Efectivo	1.15	03/12/2014	15/12/2014	42.012
12/12/2013	Efectivo	0.86	04/12/2013	16/12/2013	41.655
06/12/2012	Efectivo	0.75	28/11/2012	10/12/2012	41.271
14/12/2011	Efectivo	0.6	30/11/2011	16/12/2011	40.926
09/12/2010	Efectivo	0.4	01/12/2010	13/12/2010	40.561
10/12/2009	Efectivo	0.35	02/12/2009	14/12/2009	40.197
11/12/2008	Efectivo	0.35	03/12/2008	15/12/2008	39.833
05/12/2007	Efectivo	0.35	28/11/2007	07/12/2007	39.458
13/12/2006	Efectivo	0.31	28/11/2006	15/12/2006	39.094
08/12/2005	Efectivo	0.27	01/12/2005	12/12/2005	38.723
08/12/2004	Efectivo	0.24	01/12/2004	10/12/2004	38.358
10/12/2003	Efectivo	0.21	--	12/12/2003	37.992
11/12/2002	Efectivo	0.21	--	13/12/2002	--
05/12/2001	Efectivo	0.21	--	05/12/2001	--
04/12/2001	Efectivo	0.21	--	04/12/2001	--
06/12/2000	Efectivo	0.21	--	08/12/2000	--

(Tabla 2.2: Histórico de dividendo de la compañía; Fuente: MarketWatch)

2.6 Opinión según metodologías de principales analistas:

- *P/E Inversor de crecimiento Peter Lynch*: Uno de los valores preferidos para el famoso Inversor, con una calificación del 91%, según Lynch, Disney es lo que se considera como un “True Stalwart” Una gran empresa bien establecida que sin embargo todavía ofrece un gran potencial de crecimiento. Con una tasa de crecimiento de más del 17% según el inversor Disney tiene un potencial de crecimiento de entre el 30 y el 50%
- *Inversor de valor Benjamin Graham*: El análisis de la capitalización de Disney no es del gusto de la metodología del famoso economista con una calificación del 41% debido principalmente a lo inflada que se encuentra actualmente a juicio del inversor que le hace tener unos débiles múltiplos tanto de precio contra valor contable como de precio Contra beneficios
- *Validea Estrategia de Momentum*: Una calificación muy pobre del 14% debido a múltiplos relacionados con el precio y a la estructura del activo en relación con la deuda a largo plazo
- *Crecimiento y Valor James Patrick O'Shaughnessy*: Este inversor otorga muy buena calificación, 80%. En estos momentos Disney tendría buena aprobación en todos los campos que analiza: Capitalización Bursátil, flujos de caja por acción, evolución de las ventas en los últimos 12 meses, dividendo y liquidez de las acciones.
- *Inversión Contraria de David Dreman*: Suspense, 43%. Según esta metodología, todos los ratios que involucran dividiendo son demasiado débiles en Disney. Es debido principalmente al alto precio a pagar por hacerse con acciones de la compañía

- *Valor y Crecimiento de Martin Zweig*: 62%. Aprueba la mayoría de campos que abarca el análisis pero falla en uno fundamental. La tendencia de crecimiento de los dividendos con respecto a la de las ventas (que a juicio de la metodología no es consistente) es el principal punto flaco de la acción de Disney por esta metodología



(Gráfico 2.3: Opinión de Disney, según las principales metodologías. Fuente: Elaboración propia)

2.7 Descripción de las principales operaciones de M&A de la compañía

2.7.1. Venta de Miramax:

En el año 2005 los fundadores de la compañía Miramax, Los Hermanos Weinstein, bajo cuyo sello habían producido películas tan emblemáticas dentro de la esfera “Indie” como Pulp Fiction, Reservoir Dogs o Clerks abandonan la compañía debido a desacuerdos con los directivos de Disney, motivados principalmente por la producción del estudio del Documental de Michael Moore Fahrenheit 9/11 sobre las sombras de la primera legislatura de la administración Bush. Los desacuerdos derivaron finalmente en la salida de los mismos de la compañía.

A partir de ese momento, la compañía fue perdiendo progresiva importancia dentro del conglomerado Disney con una reducción gradual del presupuesto.

En 2009, la compañía anunció un recorte de personal del 70% así como un descenso de la producción del 50% a las 3 películas por año. Además la compañía parecía encajar cada vez menos en los planes estratégicos de la compañía, que pasaba por la producción de grandes

Blockbusters que pudieran ser complementarios con sus líneas de negocio de “resorts” vacacionales y gran consumo.

En 2010, la compañía fue vendida a al Fondo de Inversión “Filmyard Holding” participado entre otros por Colony Capital, Tutor-Saliba Corporation y el Fondo Soberano de Qatar por 700 Millones de \$.

2.6.2. Compra de LucasFilm

En el año 2011, Disney y Lucasfilm firmaron un acuerdo de distribución conjunta lo que hizo correr rumores sobre una posible fusión, sabiendo que George Lucas estaba interesado en vender la compañía. El acuerdo se materializó en octubre de 2012, la compañía fue vendida por 4.050 M\$ pagados la mitad en efectivo y la otra mitad en acciones de la compañía.

La compra de Lucasfilm viene alineada con la estrategia de Disney de producir películas con las que aprovechar la complementariedad en el resto de negocios, sobre todo en los “resorts” vacacionales y el gran consumo.

Con la compra, Disney se hacía con las marcas de Indiana Jones y de Star Wars y se dispondría tanto de comercializar nuevas películas bajo esa marca como a incorporar en sus parques temáticos atracciones relacionadas con ambas franquicias (Aunque la histórica buena relación de Walt Disney con la compañía, ya hiciera que los parques temáticos de esta contarán con atracciones relacionadas con franquicias de LucasFilm)

2.8 Principales competidores

- *Twenty Century Fox*: Uno de los estudios más antiguos de la industria cinematográfica americana pertenece al conglomerado empresarial de Rupert Murdoch cinematográficamente, es el estudio responsable de la saga de X-men, La Jungla de Cristal Alien o Avatar. En televisión, las producciones más conocidas son Los Simpson, Padre de Familia, o la mítica serie de los 70 M.A.S.H.
- *Time Warner*: La tercera compañía más importante, por detrás de Disney Comcast de producción de contenido audiovisuales, con casi 70.000 M\$ de activos y más de 3.500 M€ de beneficio anual. Cuenta con más de 25.000 empleados. Sus principales producciones a nivel cinematográfico, a través de la productora Warner Brothers en los últimos tiempos son la saga Matrix, o todas las películas basadas en los tebeos de la marca “DC Comics” (Superman, Batman, The Watchmen...) son también propietarios de la prestigiosa cadena de televisión HBO (Home Box Office) encargada de series míticas como Juego de Tronos, Los Soprano y The Wire.
- *Comcast*: Es el principal competidor de Disney, con un nivel de cativos de más de 160.000 M\$ y unos beneficios durante 2.015 de más de 8.000 M\$. Cuenta con más de 150.000 empleados. A nivel cinematográfico, destacan las productoras Universal Pictures, responsable de gran cantidad de las películas de Steven Spielberg como

Tiburón, Parque Jurásico o E. T. El Extraterrestre además de otras exitosas sagas como La Momia, A todo Gas, o la Saga Bourne y su estudio de Animación Dreamworks Pictures, responsables de sagas como Shrek o Los Minions.

Nota: Es cierto que Disney, al ser una empresa presente en una gran cantidad de sectores y con una serie de líneas de negocio muy variadas, tiene múltiples competidores en las distintas industrias a en las que está presente. Sin ir más lejos, recientemente fue muy sonada la noticia de que el grupo Wanda, el conglomerado empresarial del magnate Peter Lim, tiene planeado abrir una docena de resorts y de parques temáticos y citó a “The Walt Disney Company” como su principal competidor a batir. Sin embargo, los competidores seleccionados son los más parecidos a la compañía y a pesar de ser una entidad colosal y compleja, podemos encontrar a “Comcast” que prácticamente sería una compañía gemela: Compañía diversificada con presencia en el negocio del Cine, la televisión, los resorts turísticos, productos multimedia y gran consumo.

	Disney	Twenty century fox	Time Warner	Comcast
Capitalización de mercado:	160.590.000	54.670.000	59.220.000	152.840.000
Empleados:	185.000	20.500	24.800	153.000
Crecimiento de ingresos trimestral (interanual):	4,00%	6,00%	3,00%	5,00%
Ingresos (ttm):	54.830.000	26.880.000	28.300.000	75.450.000
Margen bruto (ttm):	46,00%	37,00%	44,00%	70,00%
EBITDA (ttm):	16.720.000	6.350.000	8.050.000	25.290.000
Margen de explotación (ttm):	26,0%	22,0%	26,0%	22,0%
Ingresos netos (ttm):	9.120.000	2.310.000	4.030.000	8.240.000
BPA (ttm):	5,43	1,14	4,98	3,30
Precio/Beneficio (P/E) (ttm):	18,23	25,32	15,11	19,09
PEG (estimado a 5 años):	1,63	1,20	0,96	1,42
Relación precio/ventas (P/S) (ttm):	2,97	2,04	2,09	2,02

(Tabla 2.3: Principales datos financieros de Disney y competidores. Fuente: Yahoo Finance)

3. MARCO TEÓRICO

3.1 Capitalización Bursátil:

La capitalización Bursátil de una compañía es el valor de mercado de la misma siendo igual al valor de mercado regido por las leyes de la oferta y la demanda de un conjunto del conjunto de acciones de una compañía de cotización pública.

3.2 Método de Valoración pro Descuento de Flujos de Caja

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (Cash Flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Actualmente, el método de descuentos de flujos de caja es el único considerado correcto conceptualmente. Se considera a la empresa como un organismo generador de dinero que se descuenta a una tasa apropiada (terminología muy subjetiva) para obtener el valor a día de hoy.

La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes y más controvertidos debido a los distintos enfoques que se le pueden otorgar.

Par que el cálculo de los distintos flujos de caja no se haga infinito, se puede calcular el valor residual de una empresa. En cierto punto, consideraremos que la empresa ha llegado a su periodo de madurez y que desde ese momento sus beneficios crecerán de forma constante, a ese crecimiento lo llamaremos g . Una vez calculada esa g (un tema también bastante controvertido) simplemente tendremos que actualizar el valor actual de una renta perpetua de progresión geométrica.

Considerar que una empresa va a perdurar para siempre tiene muchos detractores, pues la realidad no se ajusta a esos parámetros.

La tasa de descuento dependerá de si calculamos los flujos de caja de la empresa o el de los accionistas. La diferencia entre estos 2 es que en el segundo se han sustraído las salidas de efectivo como consecuencia de gastos financieros. Para el primero utilizaremos la fórmula del Coste de Capital.

Coste de Capital: $\text{Deuda/Total Pasivo} * (\text{coste medio ponderado de la deuda} * (1 - \text{tasa impositiva})) + \text{Fondos propios/total pasivo} * \text{Coste de los fondos propios}$

El motivo que nos lleva a descontar del coste de la deuda la tasa impositiva viene derivado a que por norma general, este se considera un gasto deducible y por ello nos permite generar un ingreso al pagar menos impuestos.⁵

3.3 Calculo del Coste de Fondos propios a través del modelo CAPM

El modelo CAPM es un modelo empírico para determinar la tasa de retorno que requerida para un activo o un grupo de activos determinado

⁵ Fernandez, P. 2008, Métodos de Valcoración de Empresas; I ESE Business School; Universidad de Navarra; Documento de investigación

Introducido en los años 60 por Jack Treinor, William F. Sharpe John Linter y Jan Mossin, les valió el premio noble de economía por su contribución

El modelo CAPM está basado en la teoría de que el retorno de un activo viene determinado por el riesgo o la volatilidad del mismo en referencia a un índice de referencia.

La volatilidad del activo frente a un índice muestra su "riesgo sistémico" y como este debe de ser remunerado en función del mismo (a mayor riesgo, mayores remuneraciones). A partir de ese riesgo así como definiendo la diferencia entre la rentabilidad con y sin riesgo ("risk Premium") se determina el nivel de rentabilidad que tiene que dar un activo.

3.4 Valoración por Múltiplos:

La valoración por múltiplos es una forma de valoración de activos (en nuestro caso serán acciones de una compañía cotizada) basada en la búsqueda de otros activos comprables al que estamos evaluando para buscar factores estadísticos claves que nos permitan decidir sobre el mismo.

En la valoración por múltiplos se trata de buscar un grupo de activos comprables (que llamaremos peer group) y realizar una serie de ratios sobre los mismos (la mayoría de ellos involucran su capitalización bursátil, su valor contable, sus flujos de caja o sus beneficios) para después realizarlos sobre nuestro activo y saber si responde mejor o peor a los mismos.

Sus principales ventajas son su utilidad, ya que proporciona información muy útil utilizando herramientas relativamente útiles a partir de información de fácil acceso y que son muy usadas para la emisión de un juicio sobre la empresa. La valoración por múltiplos es ampliamente utilizada por inversores y analistas y se pueden encontrar en cualquier informe de "equities" de una compañía cotizada.

A pesar de su extendido uso y de su probada utilidad a la hora de proporcionar información relevante, es un método no exento de críticas. Su simplicidad, que por algunos es enarbolada como una de sus ventajas, también es uno de los argumentos utilizados por sus críticos pues es cierto que una gran corporación es un ente muy complejo y en el que es fundamental conocer a fondo cada detalle del mismo para hacerse con una visión fiel de este. Además, los múltiplos, al igual que por ejemplo el balance de una empresa, ofrecen una "foto" congelada en el tiempo de la empresa, una visión estática en vez de una dinámica. Por último, al depender de la proyección de los flujos de caja o de la cifra de beneficios (ambas variables muy matizables y que se prestan a múltiples interpretaciones en su elaboración) son susceptibles en que errores en el cálculo de los mismos nos lleven a cometer errores en la valoración de múltiplos aunque nuestra metodología usada haya sido correcta.

4. METODOLOGÍA:

Para llevar a cabo el estudio sobre la historia reciente de Walt Disney a través de un enfoque financiero, el trabajo tratará sobre la valoración de la compañía en el año 2008 a través de la metodología de los flujos de caja descontados. La motivación de hacer una valoración “retroactiva” de la compañía es la precisión con la que contamos debido a que sus flujos de caja son ya sabidos. De esta forma, queda descartado errores a la hora de realizar una predicción inexacta del negocio además de que nos permite conocer en profundidad los distintos hechos relevantes que han acontecido en la compañía, los cuales han sido especialmente relevantes en la industria hasta situarla en la líder indiscutible de la misma.

El método de valoración escogido de la compañía es el “Descuento por Flujos de caja” que como se ha comentado con anterioridad es el más aceptado aunque también se añadirá el método por múltiplos para añadirle profundidad y un enfoque más amplio al análisis realizado.

4.1 Particularidades en la Valoración por el método de Descuento de Flujos de caja de “The Walt Disney Company”:

A continuación, se detallan particularidades y detalles dentro de la valoración por el método de flujos de caja.

Obtención de los flujos de caja:

Todas empresas cotizadas, se someten a una auditoría hecha por una entidad externa tanto por motivaciones legales como por motivos derivados con buen gobierno y transparencia, pues lo habitual (sobre todo en el caso de inversores institucionales) es que quieran conocer a fondo las cuentas de la empresa con el objetivo de tener una visión lo más fiel posible de ella lo que será decisivo a la hora de decidir su inversión. Los estados financieros de la empresa, además de contar con multitud de detalles, están formados por cuatro grandes partidas: Balance de la empresa, cuenta de pérdidas y ganancias, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y el Estado de Flujos de Efectivo.

Es en este último estado en el que la empresa detalla los distintos cambios en los flujos de efectivo que dictaminan si la empresa ha tenido una entrada o una salida neta.

Para hallar el Flujo de efectivo para el accionista, no basta con basarse en los dividendos repartidos por la empresa (que teóricamente deberían de coincidir) si no que habría que añadirle también la variación neta en la cuenta de “efectivo y equivalentes” Por lo que los Flujos de caja para fondos propios podría definirse como:

Dividendos + Variación neta en la cuenta de tesorería.

A pesar de tener los Flujos de caja, hemos asumido que la empresa se prolongará hasta la eternidad y que tiene un valor residual (que además anotará de gran manera en la valoración). Para ello lo que debemos de hacer es calcular la tasa de crecimiento. Asumimos que llegado a 2015, después de un buen número de operaciones de fusiones y adquisiciones, la empresa ha llegado aun punto que podemos considerar de madurez y que por tanto crecerá a una tasa estable. Esta tasa, denominada g . Es sacada a través de la evolución de los distintos negocios de la compañía, cuya aportación a la cuenta de pérdidas y ganancias viene dada en los estados financieros previamente dado y adjuntados de la compañía.

Una vez aplicada esta tasa g , así como este ritmo de crecimiento de la compañía, únicamente habría que realizar la actualización de una renta perpetua decrecimiento geométrico para hallar dicho valor

Obtención de la tasa de descuento:

Una vez calculados los flujos de caja para los accionistas, hay que calcular la tasa de descuento que considerarían razonable para “The Walt Disney Company”.

Para ello se va a seguir el ya citado modelo CAPM. El activo que se ha considerado libre de riesgo es el la Deuda del Tesoro Americano a 10 años. La elección de este activo es debido a la nacionalidad de la compañía y a que la deuda soberana es comúnmente aceptada como “activo libre de riesgo”.

El índice escogido como el mercado es el Downjones 30, al que pertenece The Walt Disney Company al ser una de las mayores empresas cotizadas de Estados Unidos. EL modelo se ha diseñado de la siguiente manera:

En primer lugar se ha calculado la covarianza entré los retornos mensuales de Disney frente a los que hemos considerado “el mercado” (Índice Downjones 30). Una vez añadida la covarianza al compararla frente al varianza del mercado podremos ver si Disney es un activo más o menos volátil que el mercado con lo que sabremos si Disney nos tiene que remunerar más o menos que el mismo. Sin embargo está percepción no será cualitativa, la comparación, cuantificada en la división de la covarianza entre Disney y El mercado frente a la varianza de mercado nos dará una cifra para saber si el activo analizar es más o menos volátil y en que medida. Llamaremos a esta cifra “beta” y utilizaremos para la misma el símbolo del alfabeto griego para referirse a esta letra

Una vez hallado esto, cogeremos el activo libre de riesgo y veremos la diferencia en remuneración entre este y el “mercado”. La suma de la que debería de ser la rentabilidad libre de riesgo más la diferencia de la misma frente a lo que remunera el mercado multiplicado por un factor que nos vendrá dado en función de si el activo es más o menos

volátil que el mercado nos dará la cifra (el factor “beta” del que hemos hablado en el párrafo anterior). Este valor nos dará la rentabilidad esperada por un inversor de Disney.

Cuadro de sensibilidad:

Entre otros problemas que crean discrepancias entre expertos en la valoración se encuentra la subjetividad a la hora de hallar tanto la tasa de descuento demandada por los inversores como el ritmo de crecimiento una vez que consideramos que el negocio de una empresa llega a su madurez.

Existe mucha polémica sobre la tasa de descuento que se debe de aplicar a los distintos flujos de caja y expertos de la valoración como Aswath Damodaran o Pablo Fernández no se ponen de acuerdo sobre la mejor manera de aplicarlo, que posiblemente dependa de un gran número de factores.

El factor de crecimiento “g” también es fuente e gran polémica debido a al subjetividad, ya que prever el crecimiento anual de una empresa para los próximos 20, 30 o 50 años es una tarea que está lejos de ser exacta y que depende de muchos factores que escapan las capacidad y habilidades que se aporta en la vasta literatura relacionada con la valoración empresarial.

Para ello existe el cuadro de sensibilidad, una tabla en la que poder mostrar el resultado de distintas valoraciones dependiendo de la tasa de descuento escogida así como de distintas tasa de crecimiento.

De esta manera tendremos un rango mucho mayor de distintas valoraciones más allá de un simple número (aunque finalmente nos quedaremos con la que escojamos)

De esta manera somos conscientes de los “inputs” que hemos de introducir para halla nuestra valoración y nos damos cuenta de los factores que estamos asumiendo para llegar hasta la cifra que hemos obtenido.

El cuadro de sensibilidad nos permite darnos cuenta que para llegar hasta la conclusión que hemos llegado hemos tenido que asumir, durante un periodo de plazo muy largo, una tasa de crecimiento y una rentabilidad esperada determinadas y nos permite plantearnos si estas variables escogidas se ajustan o no con la realidad.

Obtención de la tasa de crecimiento G:

Para la obtención de la tasa de crecimiento (que es uno de los factores clave en nuestra valoración pues forma parte del cálculo del valor residual que supone alrededor del 75% del valor de la misma) nos hemos fijado en diferentes factores:

En primer lugar en la evolución del crecimiento de los ingresos de Disney durante los últimos 3 años, se ha considerado este periodo, debido a que la última gran adquisición

de la compañía se realizó durante ese periodo con lo que podemos suponer que la exactitud sobre el crecimiento de la compañía será más realista si tenemos en cuenta únicamente los últimos periodos

También se ha tenido en cuenta las principales fuentes de ingresos de Disney por localización geográfica y como estas están repartidos a lo largo del mundo, Dividiéndolo en cuatro regiones: Estados Unidos y Canadá; Europa; Asia y las regiones del Pacífico; Latinoamérica y el resto (Caribe, África...).

Una vez que hemos segmentado los distintos negocios de “The Walt Disney Company” por diferentes regiones, es conveniente analizar la evolución económica de dichos países en los últimos años así como un análisis sobre la evolución económica del crecimiento de dichos países así como una proyección del crecimiento futuro

En este punto, hay que considerar, que normalmente, las proyecciones de crecimiento suelen ser algo más optimistas que el crecimiento real, con lo que este parámetro será también tenido en cuenta

4.2 Método para hallar la Capitalización de mercado:

Para conseguir el valor de la capitalización de mercado de la compañía simplemente hay que acudir a un portal financiero y sacar de ella la cotización, una vez hallado el número de acciones de la misma y advirtiéndole que esta no realizara durante el periodo estudiado acciones que puedan distorsionar su precios como

Splits: División de las acciones, se suele hacer por una motivación de la empresa de dotar de liquidez a la acción de su compañía en los mercados

Contrasplit: Es el caso contrario, es la unión de acciones de la compañía para la formación de una nueva, suele hacerse cuando se considera que la acción de la compañía es demasiado baja con lo que la volatilidad de la misma puede ser mayor, hecho que suele no gustar a los inversores

Ampliación de capital: Emisión de nuevas acciones de la compañía para captar nuevos fondos, la motivación de una compañía a realizar esto puede ser: planes de crecimiento inorgánico que la empresa pretende hacer sin cambiar su estructura de pasivo o reconocimiento de pérdidas.

5. ESTUDIO:

5.0 Resultados de la valoración de la compañía por el método de descuento de flujos de caja:

Los flujos de caja para los inversores, sacados como los dividendos repartidos por la Compañía además de la variación neta en la cuenta de efectivo y equivalentes varían mucho de un año a otro. De hecho en 2 ocasiones es negativa a pesar de tener un promedio anual en el periodo de 1351 M\$. Debido principalmente a que la compañía, a pesar de las importantes compras en las que ha ido incurriendo, ha querido mantener una política de dividendos de crecimiento estable. El resultado se muestra a continuación:

Free cash flow to equity	2015	2014	2013	2012	2011
<i>Dividendos</i>	3.063	1.508	1.324	1.076	756
<i>Variación en efectivo y equivalentes</i>	848	-510	544	202	463
FCFE	3911	998	1868	1278	1219

Free cash flow to equity	2010	2009	2008	2007
<i>Dividendos</i>	653	648	664	637
<i>Variación en efectivo y equivalentes</i>	-695	416	-669	1.259
FCFE	-42	1064	-5	1896

(Tabla 5.1. Flujos de caja para el Inversor de “The Walt Disney Company” periodo 2007-2015 Fuente: Elaboración propia)

Como vemos, a partir de 2011 esa inestabilidad de FCFE desaparece y hay cierta inestabilidad aunque en 2014 y 2015 vuelve la volatilidad de los mismos aunque es debida a nuevas inversiones de CAPEX, los beneficios de la compañía muestran un crecimiento constante. Durante ese periodo, podemos sorprendernos por la Caída de FCFE de 2014 pero es debida a una mezcla de nueva inversión sumada con unas salidas debidas a obligaciones financieras mayores, debido a la reducción neta de deuda.

Para el tipo de descuento que exigen los inversores (Cost of equity) hemos utilizado el método CAPM, para ello hemos sacado la media de los rendimientos de la acción de Disney (ajustando con dividendos) contra un índice de referencia que hemos decidido que sea el Downjones 30. Para ambos periodos se han utilizado datos mensuales de los últimos 10 años. Mientras que como activo libre de riesgo se ha tomado la letra del tesoro americano a 10 años con su precio actual que es 1,4%. La rentabilidad media anual del índice es del 5,29% eso, sumado a una volatilidad de Disney del 7,36% frente a una del

mercado del 3,96% nos da una beta de 1,33 con lo que se concluye un Cost of Equity total de 6,59%.

Revisando la opinión de distintos reports sobre la compañía así como la opinión de analistas con el objetivo de compararlo con el nuestro se puede observar como los han analistas consideran que el coste de los fondos propios de Disney deben de ser algo mayores que los que el modelo de este trabajo desvela. Sin embargo, he creído mantener mi modelo por varios motivos:

- La alta volatilidad en los mercados de los últimos meses seguramente haya afectado a las varianzas tanto del mercado como de Disney, viéndose esta última, debido a que es un único activo y no un conjunto de ellos más afectada. Debido a este aumento de la volatilidad, los modelos basados en el CAPM habrán aumentado la rentabilidad que este activo tiene que dar a pesar de ser un momento que se presume puntual fruto de contingencias inesperadas (la desaceleración económica de china y la más que probable salida del Reino unido de Europa)
- Además es posible que muchos de estos análisis se hicieran previendo que la época de exceso de liquidez en donde conseguir financiación era inusualmente fácil estaba llegando a su fin con la subida de los tipos de interés por parte de la FED por primera vez en 6 años (insertar referencia) sin embargo, contingencias como el precio de las materias primas o la desaceleración de china han hecho que la progresiva normalización de los tipos se atrase lo que parecen ser algunos años más. En Europa de hecho, parece que el brexit podría acelerar nuevas medidas de expansión monetaria aumentando la liquidez y reduciendo todavía más el precio del dinero haciendo la exigencia de rentabilidades demasiado altas algo irreal.
- Por último el motivo de no dejarse influenciar en exceso (aunque desde luego se han tenido en cuenta) de los informes de distintos analistas ha sido la intención de reflejar una opinión personal sobre la compañía que aporte aunque sea de manera minúscula un nuevo punto de vista.

El Cálculo de los Cash flows a perpetuidad para hallar el valor residual de la compañía se ha hecho suponiendo unos Cash flows para 2016 como media de los 3 años anteriores, que tras la compra de Lucasfilm demuestran cierta estabilidad en los beneficios de la compañía. La tasa de crecimiento (g) ha sido calculada usando las proporciones de incremento de beneficios del mix de negocios de la compañía (ver apartado 5.3) El resultado del Valor Residual ronda es de 143.094 M\$. Lo cual está en consonancia con su capitalización bursátil en la actualizad. Dependiendo dl año en que se haga el resultado varía ligeramente pues los la valoración incrementa ligeramente pues los flujos pasados suelen superar el coste de los recursos propios.

Lo que bien es cierto es que haciendo el análisis de sensibilidad otorga resultados muy distintos ante ligeras variaciones tanto del coste de los fondos propios como de la tasa de crecimiento a perpetuidad “g”.

Tabla de sensibilidad							
Datos en millones \$							
		G					
Valoracion; Tabla		4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%
	8,00%	66.362	71.327	77.119	83.965	92.179	102.219
	7,75%	71.322	77.114	83.960	92.174	102.214	114.764
	7,50%	77.110	83.955	92.170	102.210	114.760	130.895
Ke	7,25%	83.950	92.165	102.205	114.755	130.890	152.405
	7,00%	92.160	102.200	114.750	130.885	152.400	182.520
	6,75%	102.195	114.745	130.881	152.395	182.515	227.695
	6,59%	109.826	124.496	143.777	170.247	208.847	270.397

(Tabla 5.2: Cuadro de sensibilidad; Fuente: elaboración propia)

Como podemos observar, la valoración de la compañía (es la valoración a septiembre de 2015), varía mucho dependiendo del coste de los recursos propios que supongamos así como de la tasa de crecimiento. Pero nos sirve para hacernos una idea sobre si consideramos nuestras asunciones y sirven de mapa para darnos cuenta de los inputs que debemos de otorgar a nuestra valoración para que está nos dé una cifra concreta. En algunos reports he visto que la tasa g que se supone a Disney en el cálculo de su valoración es del 9-10% debido a su trayectoria en los últimos años. Hay que ser consciente de que esto supondría que la compañía creciera durante 30-40 años a ese ritmo (mucho más alto que la media o que la economía en general, tomando el periodo que consideremos incluso de milagros económicos como el chino o el japonés). Lo que en la opinión del autor de este trabajo nos parece algo temerario. Como se puede observar, se ha decidido en el cuadro de sensibilidad colocar la financiación sobre recurso propio escogida como la más baja entre las que aparecen en el cuadro. Esto es debido a que revisando reports de otros autores así como de las páginas web “mainstream” del sector ninguno da un coste sobre los recursos propios tan bajo como el que se da en este report. A pesar de que se ha explicado con anterioridad la motivación que ha llevado al autor a coger un coste de los recursos propios tan bajo, se quiere dejar constancia de la opinión de “consenso” sobre “The Walt Disney Company” aunque no sea la compartida.

5.1 Evolución de la capitalización Bursátil de la compañía:



(Gráfico 5.1: Evolución de la capitalización Bursátil de la compañía; Fuente: Yahoo Finance)

(Como podemos ver, en los últimos años la capitalización de la compañía ha visto un incremento sustancial, durante 2008 podemos observar una ligera caída ver una caída, debida a la quiebra de Lehman Brothers pero a partir de este punto la evolución de la capitalización ha estado por encima (y con mucha diferencia) de los principales índices de referencia, a finales de 2015, se nota una abrupta caída pero aun así el índice mantiene un desarrollo muy por encima de la media. El principal motivo de esta caída fue la revelación por parte del CEO de la compañía Bob IGER de la caída de suscriptores del canal por cable de deportes ESPN. Como hemos visto, de todo su mix de negocios, el principal generado de beneficios de la compañía es la producción y distribución de medio televisivos. Dentro de la misma, es el Canal ESPN (canal dedicados a deportes, ver apartado 2.3) el que más beneficios otorga a ese segmento. El CEO de la compañía no revelo la caída de suscriptores del canal que hasta ese momento iba en aumento pero anuncio que eso podría afectar a otro delos “buques insignia” de la compañía en televisión, la ABC. Los analistas, al parecer, ajustaron sus estimaciones suponiendo que ese segmento suponiendo que la tasa de crecimiento para ese segmento no podría ser superior al 5% y que era posible que hubiese alcanzado su techo. Esto provocó caídas de la compañía que hizo que en Agosto de ese año la compañía se dejara 2.000 M\$ en capitalización. A epsar de esto, sigue cotizando

por encima de su valor en libros y muestra un sólido recorrido en los últimos años así como en la generación de flujos de caja y de beneficio como ya hemos visto.⁶

5.2 Realización de la tasa de crecimiento G:

Los resultados nos demuestran que la región más relevante para los ingresos de Walt Disney sigue siendo Estados Unidos y de hecho, al contrario de lo que se podría pensar, no ha perdido importancia con respecto al resto del mundo como se podría suponer de una estrategia de diversificación, así como un acelerado crecimiento de economías emergentes. Al contrario, el negocio de Disney ha aumentado en Estados Unidos en los últimos años. Sí que es verdad, que el otro gran núcleo geográfico desarrollado, Europa, ha perdido algo de importancia, más que por la caída de los ingresos, por la evolución de otras regiones. Con lo que Europa, sí que ha visto su importancia menguada debido al incremento de consumo de bienes y servicios de la compañía por parte de economías emergentes. Posiblemente el principal motivo de que Estados Unidos haya ganado peso con el paso de los años a pesar de ser de una economía madura, las operaciones de M&A realizadas por la compañía eran empresas menos diversificadas que engloban aún más proporción de su negocio en Estados Unidos.

Revenues By region	2015	2014	2013	2012	2011	2010
US and Canada	40.320	36.769	34.021	31.770	30.848	28.279
Europe	6.507	6.505	6.181	6.223	6.455	6.550
Asia-Pacific	3.958	3.930	3.333	2.990	2.517	2.320
Latin America and other	1.680	1.609	1.506	1.295	1.073	914
	52.465	48.813	45.041	42.278	40.893	38.063
Income proportion						
US and Canada	76,9%	75,3%	75,5%	75,1%	75,4%	74,3%
Europe	12,4%	13,3%	13,7%	14,7%	15,8%	17,2%
Asia-Pacific	7,5%	8,1%	7,4%	7,1%	6,2%	6,1%
Latin America and other	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%	2,4%
Growth rate						
US and Canada	9,7%	8,1%	7,1%	3,0%	9,1%	
Europe	0,0%	5,2%	-0,7%	-3,6%	-1,5%	
Asia-Pacific	0,7%	17,9%	11,5%	18,8%	8,5%	
Latin America and other	4,4%	6,8%	16,3%	20,7%	17,4%	

(Tabla 5.2 Evolución de los beneficios de Disney por región y su crecimiento; Fuente: Elaboración propia)

Una vez visto eso, podemos observar que el crecimiento medio de la compañía en los últimos años en ventas es del 7,1%. Sin embargo, se ha considerado una tasa demasiado alta como para considerarse nuestra tasa de crecimiento *g* por diversos motivos:

⁶ Economía.Elpais.com: Disney cae un 9% en Bolsa tras admitir problemas con la TV por cable

- En primer lugar, se ha considerado que parte de este acelerado crecimiento es debido a la adquisición de distintos negocios, es decir que parte de ese crecimiento del 7% anual se debe en parte a crecimiento orgánico por parte de la compañía, pero también debe una gran proporción a crecimiento inorgánico.
- En segundo lugar, aunque las previsiones de la economía parecen pronosticar un crecimiento, tan o más alto que los años anteriores, al parecer una consecuencia de que estamos entrando en un círculo virtuoso de la economía, hay que ser cautos, pues normalmente suelen ser algo más optimistas y además la economía se enfrenta a distintos riesgos en los próximos meses de tipo geopolítico: Como va a afectar la salida del Reino Unido a la economía Europea y Mundial o una posible victoria de Donald Trump.
- Por último, podemos comprobar el extraordinario crecimiento que se está llevando a cabo en las economías emergentes que si bien desde este trabajo se opina que el buen ritmo de crecimiento de estos países continuara durante algunos años, tarde o temprano acabarán entrando en un periodo de madurez en donde su crecimiento se ralentizará haciéndose más parecido al de los países desarrollados

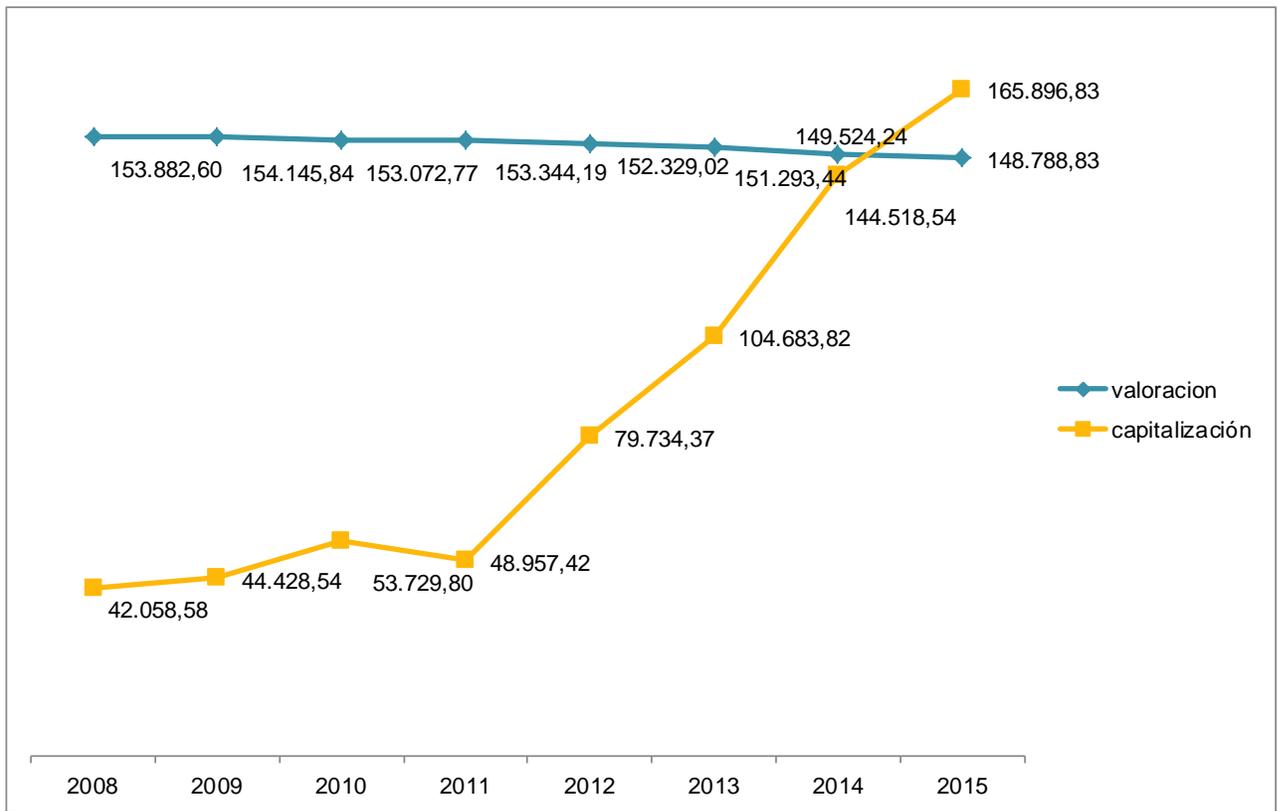
Por todo esto: El nivel de crecimiento de la compañía en los últimos años, la distribución geográfica de Disney, el nivel de crecimiento tanto pasado como esperado de las distintas geografías en la que Disney se encuentra así como las posibles contingencias a las que la economía tendrá que hacer frente en los próximos meses sitúan la tasa de crecimiento de Disney en el 5%.

A pesar de esto, se ha diseñado una tabla de sensibilidad con el objetivo de observar distintas valoraciones ante distintos escenarios con tasa de crecimiento y rentabilidades sobre recursos propios distintas como se ha explicado con anterioridad.

Economías	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f
<i>Mundo</i>	2,4%	2,6%	2,4%	2,4%	2,8%	3,0%
Regiones						
<i>Europa y Asia Central</i>	2,3%	1,8%	-0,1%	1,2%	2,5%	2,8%
<i>Latinoamérica y el Caribe</i>	2,9%	1,0%	-0,7%	-1,3%	1,2%	2,1%
<i>Oriente medio y el norte de África</i>	2,0%	2,9%	2,6%	2,9%	3,5%	3,6%
<i>África Subsahariana</i>	4,8%	4,5%	3,0%	2,5%	3,9%	4,4%
<i>Este asiático y pacífico</i>	7,1%	6,8%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%
<i>Sur de Asia</i>	6,1%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
<i>Norteamérica</i>	1,5%	2,4%	2,4%	1,9%	2,2%	2,1%

(Tabla 5.3: Evolución esperada de la economía partra los p´roximos 3 años; Fuente: Worldbank)

5.3 Comparativa entre la valoración por flujos de caja y la capitalización Bursátil:



(Tabla 5.4 comparación de la capitalización Bursátil de la compañía y su valoración por el método de Descuento de Flujos de caja; Fuente: Elaboración propia)

Para hacer la comparativa de la valoración de la compañía por el método de descuento de flujos de caja en primer lugar se ha hecho la valoración retroactiva, situándose en septiembre (mes en el que acaba el año fiscal estadounidense) de cada año es decir: Para 2015, únicamente hay que actualizar el valor residual, para 2014 el valor residual más los cash flows sabidos de 2015. Como vemos, la valoración de compañía no cambia mucho, como hemos comentado con anterioridad sin embargo, sorprende ver sin embargo como la capitalización Bursátil, que en 2008 dista mucho de la que hemos calculado va convergiendo hasta llegar a superar la valoración pero manteniéndose a la altura de la misma.

La capitalización Bursátil ha sido cogida de forma anual cogiendo datos de septiembre de cada año.

Disney Market Cap		Datos en millones \$								
		2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
		sep.-15	sep.-14	sep.-13	sep.-12	sep.-11	sep.-10	sep.-09	sep.-08	
Precio Accion		102	89	64	49	30	33	27	26	
capitalizacion		165896,834	144518,5	104684	79734,4	48957,4	53729,8	44428,5	42058,6	
Dividendo		3.063	1.508	1.324	1.076	756	653	648	664	
Change in cash	Valor residual	848	-510	544	202	463	-695	416	-669	
CF Equity	149.084	3.911	998	1.868	1.278	1.219	-42	1.064	-5	
Valoracion		143776,891	144306,2	146000	146857	147727	147297,3	148376,4	147946	
Diferencia		22119,943	212,3686	-41316,4	-67123	-98769,7	-93567,5	-103948	-105887	
		50188,94734	3911	998	1868	1278	1219	-42	1064	-5

(Tabla 5.5: Valoración retroactiva de la compañía y comparación con su capitalización Bursátil Fuente: Elaboración propia)

Como se puede comprobar, la capitalización de la compañía no concuerda con su valoración sabiendo los flujos de caja que tendrá esta en los últimos años. Sin embargo, sí que podemos observar como nuestra valoración, se mantiene constante, la capitalización de la compañía va aproximándose poco a poco hasta que convergen. Probando que en este caso se cumple que a pesar de poder diferir en un momento puntual, la capitalización bursátil en el largo plazo muestra un reflejo fiel de la compañía y concuerda con resultados seguidos a través del análisis fundamental. La capitalización ha seguido subiendo una vez converger con la valoración de la compañía, lo que es un signo de un “efecto arrastre” por parte de los inversores que se ven atraídos por el excelente perfil financiero de la compañía y por su elocución en los mercados.

5.4 Valoración por múltiplos de la compañía:

	Walt Disney	Comcast	Time Warner	Twenty-first Century fox	Media
Price to earnings (P/E)	18.53	18.33	14.51	6.14	14.35
Price sobre las ventas del próximo año	16.59	16.76	13.35	5.14	12.87
Crecimiento de las ganancias sobre el precio(PEG)	1.58	1.96	1.67	0.31	1.25
Precio sobre beneficios operativos (P/OP)	11.79	9.35	8.10	8.64	9.81
Precio sobre ventas (P/S)	2.96	2.01	1.98	1.76	2.24
Precio sobre valor contable (P/BV)	3.49	2.86	2.35	2.96	2.99

(Tabla 5.6: Múltiplos de Dsiney y de sus principales competidores; Fuente: Marketwatch)

A continuación tenemos los principales múltiplos a los que cotiza la compañía, a saber el precio sobre ventas, el precio sobre los beneficios esperados el año próximo, el crecimiento sobre el ratio de EPS el precio sobre resultado operativo, el precio sobre ingresos y el precio sobre valor contable.

Lo que se puede mostrar de los resultados expuestos es que “The Walt Disney Company” muestra unos múltiplos por encima de sus principales competidores lo que nos lleva a pensar que la acción está algo cara en estos momentos. Esto es debido a que el gran incremento de la acción en los últimos años, debido al gran potencial de crecimiento como hemos visto en la valoración, ha potenciado la subida de la acción. De cara a que se realice un ajuste de su capitalización con su valoración por el método de descuento de flujos.

Esto supone sin embargo, que los beneficios a repartir o las ganancias operativas con respecto al precio que cuesta la adquisición de una acción de la compañía resulten cara. Por este método la valoración de la compañía quedaría en entre dicho y se podría pensar que está sobrevaluada.

5.5 Como Afectará el Brexit a la valoración de “The Walt Disney Company”:

A pesar de que no se ha incluido en nuestra valoración por motivos de tiempo (aunque en la tasa de crecimiento hemos decidido ser prudentes, entre otras posibles riesgos por este) creo que no se puede dejar pasar este trabajo sin reflexionar un momento sobre cómo afectará la valoración de la compañía y a su capitalización dicho problema que tiene en vilo a los analistas, inversores y economistas de todo el mundo.

El día 24 de junio, se celebró una consulta no vinculante para toda la población para toda la población mayor de 18 años en el Reino Unido sobre la pertenencia o no del mismo a la Unión Europea.

El día 25, alrededor de las 7:30 de la mañana se conocieron los resultados: El 51,8% de la población había votado a favor de la salida del Reino Unido de la Unión Europea frente al 48,2% que había decidido quedarse con la condición de unas condiciones especiales conseguida por el ahora expresidente ministro del país David Cameron. La participación fue de más del 72% de la población con opciones de votar.

Aunque las consecuencias de estos resultados no están claras, se espera que en el plazo de 2 años el Reino Unido salga de la unión teniendo que renegociar durante los siguientes diferentes tratados bilaterales de comercio, libre circulación etc. con los distintos países miembros.

Del mismo modo se espera un nuevo referéndum de independencia en Escocia e Irlanda del Norte sobre la independencia de estos territorios de la unión.

Esta serie de hechos traerán muy probablemente serias consecuencias negativas para los diferentes países de la Unión Europea así como sus principales aliados y socios comerciales con el consiguiente efecto en las empresas, ya sean grandes corporaciones o pequeños comercios.

Por ello no se ha querido dejar pasar la ocasión en este Trabajo de Fin de Master de realizar una mención sobre las posibles contingencias a las que tendrá que hacer frente la compañía y cómo afectará en una valoración.

En principio podríamos pensar que dado que la principal región afectada es Europa, los impactos del Brexit aunque se harán notar no sería tan grave como el que tendrán otras empresas más expuestas, sin embargo, hemos de tener en cuenta la estrecha relación entre el Reino Unido y Estados Unidos (el “core” geográfico del negocio de Disney) y existen una infinidad de conexiones entre las empresas y los consumidores británicos y sus homólogos americanos.

Los británicos son después de los americanos y los Canadienses los mayores consumidores del mundo de productos Disney con lo que la devaluación de la libra frente al dólar así como la esperada recesión a corto plazo de la economía Británica tendrá consecuencias sobre los Estados Financieros de “The Walt Disney Company”

Además, gran parte de los estudios de Disney (así como otras productoras) estaban situados en Reino Unido, pues tienen ciertas ventajas fiscales que hace atractivo la producción de contenido audiovisual ahí. Los activos tangibles de dichas empresas se verán dañados también, a pesar de que este tipo de compañías tienen puesto gran parte de su valor en el intangible.

Los inversores son conscientes de esto y Disney ha sido de los valores dentro de la industria que más valor ha perdido desde que se conocieran los amargos resultados.

6. CONCLUSIONES:

El trabajo propuesto tenía como uno objetivo la exploración del análisis fundamental de compañía conociendo un como más una entidad no financiera y pudiendo arrojar algo de luz ante un gigante empresarial como es “The Walt Disney Studios”.

Finalmente hemos podido comprobar el sentimiento de los mercados aplicado a “The Walt Disney Company”: ¿Tiene sentido el análisis fundamental para predecir la capitalización de una compañía en bolsa o por el contrario los mercados, que deben sus movimientos a la oferta y la demanda son guiados únicamente por el sentimientos de los inversores y deberíamos centrarnos en factores psicológicos más allá de la racionalidad predecir el futuro y la evolución de los mismos?

En el caso de este trabajo, vemos que se cumple la primera hipótesis, el análisis fundamental es increíblemente útil para descifrar la capitalización de una empresa, no ya en el corto plazo, pero si en el largo plazo, hemos visto como una vez analizada la valoración de la compañía, la capitalización bursátil, que ele el comienzo del periodo estudiado (2008) difería en gran manera de la valoración de la compañía a través de la metodología del descuento de flujo de caja seguida a través del análisis fundamental. Sin embargo, hemos visto a la capitalización ajustarse hasta converger con nuestra valoración. Con lo que se puede decir que al menos en este caso, aquellos que hubieran aplicado el análisis fundamental de forma adecuada podrían haber anticipado la increíble evolución de la compañía.

Sin embargo, desde este trabajo se quiere reflejar la opinión del autor de que dicha convergencia ya se ha producido y de que el recorrido de la acción de Disney es ahora más limitado, más aun con el gran número de incertidumbres que he han tenido en cuenta. Puede que la caída de suscriptores del canal estrella de Disney ESPN haya supuesto una llamada de atención hacia aquellos analistas que estuvieran suponiendo una tasa de crecimiento demasiado alta. La nuestra es cierto que es más baja que la está atribuyendo el mercado. Sin embargo, el coste sobre los recursos propios también ha sido más conservador que le que atribuye el mercado y únicamente así se sostiene una valoración que resulte similar a la capitalización Bursátil (A pesar de estar cerca de 20.000 M\$ por debajo). Por lo que creemos que la acción ya no continuará con el historial de crecimiento acelerado que se ha visto en los últimos 5-6 años y que a partir de ahora será algo más estable.

No se quiere decir con esto que “The Walt Disney Company” sea una compañía poco saludable. Al contrario, el estudio de su historia reciente así como de sus estados

financieros muestran una increíble solidez, tanto a nivel de resultados como de balance. Además de una increíble visión estratégica por parte de los gestores de la compañía la saber reinventarse a lo largo del tiempo sabiendo sacar partido a los valores intangibles que son sus poderosas marcas. Así como a la alimentación mutua de sus distintos negocios, aprovechando de manera admirable las sinergias entre unos y otros para maximizar su valor. Simplemente se quiere apuntar que a juicio del autor tras el análisis de la compañía, nos parece poco realista la tasa de crecimiento que se haya aplicado para Disney a pesar de haber crecido a cifras similares o mayores en los últimos 5 años (en términos de capitalización Bursátil)

7. BIBLIOGRAFIA:

U.S. Security Exchange Commission; 2016; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 26, 2015

U.S. Security Exchange Commission; 2015; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 27, 2014

U.S. Security Exchange Commission; 2014; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 28, 2013

U.S. Security Exchange Commission; 2013; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 29, 2012

U.S. Security Exchange Commission; 2012; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended October 1, 2011

U.S. Security Exchange Commission; 2011; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended October 2, 2010

U.S. United States Security Exchange Commission; 2010; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended October 3, 2009

U.S. Security Exchange Commission; 2009; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 27, 2008

U.S. Security Exchange Commission; 2008; By the Walt Disney Company for the Fiscal Year Ended September 29, 2007

Fernandez, P. 2006, Leveraged and Unleveraged Beta (IESE Business School; Universidad de Navarra)

Fernandez, P. 2008, Métodos de Valoración de Empresas; IESE Business School; Universidad de Navarra; Documento de investigación

"Company History". Corporate Information. The Walt Disney Company. Retrieved August 30, 2008.

The Walt Disney company official Web; "List of Disney Businesses". Retrieved 10 June 2016.

Michael E. Porter. "The Five Competitive Forces that Shape Strategy", Harvard Business Review, January 2008, p.86-104.

Humphrey, Albert (December 2005). "SWOT Analysis for Management Consulting" SRI Alumni Newsletter

Lev-Ram, Michal (September 10, 2015). "How Star Wars producer Kathleen Kennedy went from secretary to boss". Fortune. Time. Retrieved December 30, 2015.

The Walt Disney Company. "The Walt Disney Company Completes Lucasfilm Acquisition (press release)" 2013.

Ryan Nakashima 2010). "Disney completes \$663M sale of Miramax". Yahoo! News.

"Market Capitalization Definition". 2013.

Black, Fischer., Michael C. Jensen, and Myron Scholes (1972). The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests, pp. 79–121 in M. Jensen ed., Studies in the Theory of Capital Markets. New York: Praeger Publishers.

UBS Warburg. "Valuation Multiples: A Primer 2001".

IfM - Comcast/NBCUniversal, LLC. Institute of Media and Communications Policy Mediadb.eu (2015)

Comcast Corp (CMCSA.OQ)". Reuters (2014)

Company Overview of Comcast Ventures". Bloomberg. Retrieved (2014).

"Time Warner Inc 2015 Annual Report Form (10-K)". EDGAR. United States Securities and Exchange Commission. (2015)

"2015 annual results". Twenty-First Century Fox Inc.

"20th Century Fox: Chronology". Retrieved February 20,2010.

Web en Español de la BBC; Wanda City: El paraje de atracciones con el que China Quiere competir con Disney

Web MarketWatch

Web de Nasdaq

World Economic Outlook; International Monetary Fund; 2016

Web del Banco Mundial

Sandro Pozzi Web de “El País Economía”: Dinsye cae un 9% en bolsa tras admitir problemas con la televisión por cable (2015)

8. ANEXO:

8.1 Histórico del estado de flujos de Efectivos de la compañía:

Datos en millones de \$

OPERATING ACTIVITIES	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Net income	8852	8004	6636	6173	5258	4313	3307	4427	4687
Depreciation and amortization	2.354	2.288	2.192	1.987	1.841	1.713	1.631	1.582	1.491
Gains on sales of investments and dispositions	-91	-299	-325	-184	-75	-118	-342	-14	-1.065
Deferred income taxes	-102	517	92	472	127	133	323	-128	-137
Equity in the income of investees	-814	-854	-688	-627	-585	-440	-577	-581	-485
Cash distributions received from equity investees	752	718	694	663	608	473	505	476	420
							302	302	177
Net change in film and television costs and advances	-922	-964	-49	-52	332	238	-43	-301	115
Equity-based compensation	410	408	402	408	423	391	457	402	419
Other	341	234	395	195	188	9			
<i>Impairment charges</i>				22	16	132	279	39	26
Changes in operating assets and liabilities:							-247	-209	-91
Receivables	-211	-480	-374	-108	-518	-686	468	-594	-355
Inventories	1	-81	51	18	-199	-127	-117	-329	52
Other assets	34	-151	-30	-151	-189	42	-565	-64	9
Accounts payable and other accrued liabilities	-49	536	367	-608	-367	649	-325	488	77
Income taxes	354	-96	89	-242	134	-144	8	-50	58
Cash provided by operations	10909	9780	9452	7966	6994	6578	5064	5446	5398
INVESTING ACTIVITIES									
Investments in parks, resorts and other property	-4.265	-3.311	-2.796	-3.784	-3.559	-2.110	-1.753	-1.578	-1.566
Sales of investments/proceeds from dispositions	166	395	479	15	564	170	46	70	5
							185	14	1.530
Acquisitions	—	-402	-2.443	-1.088	-184	-2.493	-517	-660	-608
Other	-146	-27	84	98	-107	-90	-57	-8	21
Cash used in investing activities	-4245	-3345	-4676	-4759	-3286	-4523	-2096	-2162	-618
FINANCING ACTIVITIES									
Commercial paper borrowings/(repayments), net	2.376	50	-2.050	467	393	1.190	-1.985	-701	1.847
Borrowings	2.550	2.231	3.931	3.779	2.350	—	1.750	1.706	3.143
Reduction of borrowings	-2.221	-1.648	-1.502	-3.822	-1.096	-1.371	-1.617	-477	-2.294
Dividends	-3.063	-1.508	-1.324	-1.076	-756	-653	-648	-664	-637
Repurchases of common stock	-6.095	-6.527	-4.087	-3.015	-4.993	-2.669	-138	-4.453	-6.923
Proceeds from exercise of stock options	329	404	587	1.008	1.128	1.133	86	636	1.245
Contributions from noncontrolling interest holders	1.012	608	505	-326	-259	-293			
Other	-402	-320	-274						
Cash used in financing activities	-5514	-6710	-4214	-2985	-3233	-2663	-2552	-3953	-3619
Impact of exchange rates on cash and cash equivalents	-302	-235	-18	-20	-12	-87			
Change in cash and cash equivalents	848	-510	544	202	463	-695	416	-669	1.259
Cash and cash equivalents, beginning of year	3.421	3.931	3.387	3.185	2.722	3.417	3.001	3.670	2.411
Cash and cash equivalents, end of year	4269	3421	3931	3387	3185	2722	3417	3001	3670

Supplemental disclosure of cash flow information:

8.2 Histórico del estado de balance contable de la compañía:

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ASSETS							
Current assets							
Cash and cash equivalents	4.269	3.421		3.387	3.185	3.417	3.001
Receivables	8.019	7.822		6.540	6.182	4.854	5.373
Inventories	1.571	1.574		1.537	1.595	1.271	1.124
Television costs and advances	1.170	1.061		676	674	631	541
Deferred income taxes	767	497		765	1.487	1.140	1.024
Other current assets	962	794		804	634	576	603
Total current assets	16.758	15.169		13.709	13.757	11.889	11.666
Film and television costs	6.183	5.325		4.541	4.357	5.125	5.394
Investments	2.643	2.696		2.723	2.435	2.554	2.249
Parks, resorts and other property							
Attractions, buildings and equipment	42.745	42.263		39	36	32	31
Accumulated depreciation	-24.844	-23.722		-20.687	-19.572	-17.395	-16.310
	17.901	18.541		17.895	15.943	15.080	15.183
Projects in progress	6.028	3.553		2.453	2.625	1.350	1.169
Land	1.250	1.238		1.164	1.127	1.167	1.180
	25.179	23.332		21.512	19.695	17.597	17.532
Intangible assets, net	7.172	7.434		5.015	5.121	2.247	2.428
Goodwill	27.826	27.881		25.110	24.145	21.683	21.465
Other assets	2.421	2.304		2.288	2.614	2.022	1.763
Total assets	88182	84141		74898	72124	63117	62497
LIABILITIES AND EQUITY							
Current liabilities							
Accounts payable and other accrued liabilities	7.844	7.595		6.362	6.362	5.616	5.980
Current portion of borrowings	4.563	2.164		3.614	3.055	1.206	3.529
Unearned royalties and other advances	3.927	3.533		2.806	2.671	2.112	2.082
Total current liabilities	16.334	13.292		12.813	12.088	8.934	11.591
Borrowings	12.773	12.631		10.697	10.922	11.495	11.110
Deferred income taxes	4.051	4.098		2.251	2.866	1.819	2.350
Other long-term liabilities	6.369	5.942		7.179	6.795	5.444	3.779
Commitments and contingencies (Note 14)						1.691	1.344
Equity							
Authorized – 4.6 billion shares, Issued – 2.8 billion shares	35.122	34.301		31.731	30.296	27.038	26.546
Retained earnings	59.028	53.734		42.965	38.375	31.033	28.413
Accumulated other comprehensive loss	-2.421	-1.968		-3.266	-2.630	-1.644	-81
	91.729	86.067		71.430	66.041	56.427	54.878
Treasury stock, at cost, 1.2 billion shares at October 3, 2015 and 1.1 billion shares at September 27, 2014	-47.204	-41.109		-31.671	-28.656		-22.555
Total Disney Shareholders' equity	44.525	44.958		39.759	37.385		
Noncontrolling interests	4.130	3.220		2.199	2.068		
Total equity	48.655	48.178		41.958	39.453	33.734	32.323
Total liabilities and equity	88182	84141		74898	72124	63117	62497

8.3 Histórico de la Capitalización Bursátil de la compañía:

	Fecha	Precio	Capitalización (millones de \$)
sep-15	1 de sep de 2015	102	165.897
ago-15	3 de ago de 2015	102	165.377
jul-15	1 de jul de 2015	120	194.791
jun-15	1 de jun de 2015	114	185.279
may-15	1 de may de 2015	110	179.159
abr-15	1 de abr de 2015	109	176.480
mar-15	2 de mar de 2015	105	170.263
feb-15	2 de feb de 2015	104	168.949
ene-15	2 de ene de 2015	91	147.651
dic-14	1 de dic de 2014	94	152.895
nov-14	3 de nov de 2014	93	150.167
oct-14	1 de oct de 2014	91	148.333
sep-14	2 de sep de 2014	89	144.519
ago-14	1 de ago de 2014	90	145.898
jul-14	1 de jul de 2014	86	139.405
jun-14	2 de jun de 2014	86	139.178
may-14	1 de may de 2014	84	136.370
abr-14	1 de abr de 2014	79	128.789
mar-14	3 de mar de 2014	80	129.974
feb-14	3 de feb de 2014	81	131.175
ene-14	2 de ene de 2014	73	117.865
dic-13	2 de dic de 2013	76	124.017
nov-13	1 de nov de 2013	71	114.505
oct-13	1 de oct de 2013	69	111.339
sep-13	3 de sep de 2013	64	104.684
ago-13	1 de ago de 2013	61	98.743
jul-13	1 de jul de 2013	65	104.944
jun-13	3 de jun de 2013	63	102.509
may-13	1 de may de 2013	63	102.395
abr-13	1 de abr de 2013	63	102.005
mar-13	1 de mar de 2013	57	92.201
feb-13	1 de feb de 2013	55	88.614
ene-13	2 de ene de 2013	54	87.461
dic-12	3 de dic de 2012	50	80.822
nov-12	1 de nov de 2012	50	80.611
oct-12	1 de oct de 2012	49	79.734
sep-12	4 de sep de 2012	52	84.864
ago-12	1 de ago de 2012	49	80.303
jul-12	2 de jul de 2012	49	79.767
jun-12	1 de jun de 2012	49	78.728
may-12	1 de may de 2012	46	74.199
abr-12	2 de abr de 2012	43	69.979
mar-12	1 de mar de 2012	44	71.066
feb-12	1 de feb de 2012	42	68.161
ene-12	3 de ene de 2012	39	63.145
dic-11	1 de dic de 2011	38	60.872
nov-11	1 de nov de 2011	36	58.194
oct-11	3 de oct de 2011	35	56.619
sep-11	1 de sep de 2011	30	48.957
ago-11	1 de ago de 2011	34	55.288
jul-11	1 de jul de 2011	39	62.690
jun-11	1 de jun de 2011	39	63.372
may-11	2 de may de 2011	42	67.576
abr-11	1 de abr de 2011	43	69.962
mar-11	1 de mar de 2011	43	69.946
feb-11	1 de feb de 2011	44	71.001
ene-11	3 de ene de 2011	39	63.096
dic-10	1 de dic de 2010	38	60.888
nov-10	1 de nov de 2010	37	59.265
oct-10	1 de oct de 2010	36	58.648
sep-10	1 de sep de 2010	33	53.730
ago-10	2 de ago de 2010	33	52.821
jul-10	1 de jul de 2010	34	54.688
jun-10	1 de jun de 2010	32	51.133
may-10	3 de may de 2010	33	54.249
abr-10	1 de abr de 2010	37	59.801
mar-10	31 de mar de 2010	35	56.668
feb-10	de mar de 2010	35	56.668
ene-10	1 de feb de 2010	31	50.711
dic-09	4 de ene de 2010	30	47.967
nov-09	1 de dic de 2009	32	52.350
oct-09	2 de nov de 2009	30	49.055
sep-09	1 de oct de 2009	27	44.429
ago-09	1 de sep de 2009	27	44.575
jul-09	3 de ago de 2009	26	42.270
jun-09	1 de jul de 2009	25	40.776
may-09	1 de jun de 2009	23	37.871
abr-09	1 de may de 2009	24	39.315
mar-09	1 de abr de 2009	22	35.549
feb-09	2 de mar de 2009	18	29.478
ene-09	2 de feb de 2009	17	27.222
dic-08	2 de ene de 2009	21	33.569
nov-08	1 de dic de 2008	23	36.832
oct-08	3 de nov de 2008	23	36.556
sep-08	1 de oct de 2008	26	42.059
ago-08	2 de sep de 2008	31	49.818
jul-08	1 de ago de 2008	32	52.512
jun-08	1 de jul de 2008	30	49.266
may-08	2 de jun de 2008	31	50.646
abr-08	1 de may de 2008	34	54.541
mar-08	1 de abr de 2008	32	52.642
feb-08	3 de mar de 2008	31	50.938
ene-08	1 de feb de 2008	32	52.610
dic-07	2 de ene de 2008	30	48.438
nov-07	3 de dic de 2007	32	52.399
oct-07	1 de nov de 2007	33	53.811
sep-07	1 de oct de 2007	35	56.213

8.5 Calculo del Coste sobre recursos propios:

Media (mensual)	Media (mensual)	Var	Desvest
1,39%	16,65%	0,54%	7,36%

Media (mensual)	Media (anual)	Var	Desvest
0,44%	5,29%	0,16%	3,96%

Ke	6,59%	COVAR
		0,21%
	Beta	1,33

Víctor
Alejandro
Carbó
Peiro

**COMPARACIÓN DE LA VALORACIÓN RETROACTIVA DE THE WALT
DISNEY COMPANY FRENTE A SU CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL**

