



ICADE BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

***ANÁLISIS DE LA ADQUISICIÓN DE PIXAR ANIMATION  
STUDIOS POR THE WALT DISNEY COMPANY***

Autor: Belén Malillos López  
Tutor: Jesús Reglero Sánchez

Madrid  
Junio de 2019

## **RESUMEN**

Desde hace muchos años atrás existe una tendencia en la economía a realizar procesos de fusiones y adquisiciones de empresas. Sin embargo, son muchas las empresas que terminan fracasando por lo que es importante tener en cuenta y conocer cuáles son los elementos que pueden contribuir positivamente al triunfo de dichas operaciones.

La investigación propuesta trata de analizar en profundidad este tipo de operaciones enfatizando en la motivación que tienen las empresas para llevarlas a cabo, los distintos mecanismos existentes o las características de estas que han impulsado el crecimiento masivo de las operaciones de F&A a nivel internacional. Para ello, se realiza el análisis de la adquisición de Pixar por Disney que tuvo lugar en el año 2006 al ser esta última una de las principales proveedoras y productoras de entretenimiento a nivel mundial además de tener competencia en los procesos de F&A al haber realizado reiteradas prácticas en varias ocasiones, todas ellas exitosas.

**Palabras clave:** F&A, sinergias, adquisición, éxito, entretenimiento y medios

# ÍNDICE

Resumen

Índice

Índice de ilustraciones

Abreviaturas

1	Introducción .....	1
1.1	Objetivo y motivación del trabajo .....	1
1.2	Metodología .....	2
2	Marco teórico general.....	3
2.1	Fusiones y adquisiciones.....	3
2.1.1	Definición de las fusiones y adquisiciones.....	3
2.1.2	Tipos de fusiones y adquisiciones .....	5
2.1.3	Motivos para realizar fusiones y adquisiciones de empresas .....	6
2.1.4	Pasos en un proceso de fusión y adquisición .....	10
2.2	Valorando la empresa objetivo.....	12
3	Análisis del sector del entretenimiento .....	15
4	Análisis específico de las empresas.....	19
4.1	The Walt Disney Company .....	19
4.2	Pixar Animation Studios .....	26
5	Evaluación económico-financiera pre-adquisición .....	29
5.1	The Walt Disney Company .....	29
5.2	Pixar Animation Studios .....	31
6	Análisis estratégico de la operación .....	34
6.1	Estructura de la operación.....	36
6.2	Operaciones similares realizadas por Disney .....	39
7	Evaluación de la operación: análisis post-adquisición .....	41
7.1	Efecto en el BPA y en la cotización de las acciones .....	45
7.2	Elementos determinantes en el éxito de la adquisición .....	49
8	Conclusión.....	52
9	Bibliografía .....	54
10	Anexos.....	56

### **Índice de gráficos**

Gráfico 1: evolución de operaciones de F&A en Europa .....	4
Gráfico 2: estimación de los ingresos globales del sector Entretenimiento y Medios (billones \$).....	17
Gráfico 3: ingresos de las principales compañías de entretenimiento (millones de \$)...	18
Gráfico 4: ingresos de Disney por segmento de negocio (%) .....	24
Gráfico 5: evolución cotización Pixar desde el anuncio hasta el cierre de la operación	38
Gráfico 6: evolución del BPA diluido de Disney (2002-2018).....	45
Gráfico 7: evolución cotización de Disney (2002-2018).....	46
Gráfico 8: evolución de la capitalización bursátil de Disney (2006-2018) .....	47
Gráfico 9: evolución precio de la acción de Disney (24/01/2006-28/09/2007) .....	48

### **Índice de figuras**

Figura 1: matriz DAFO de Disney .....	26
Figura 2: matriz DAFO de Pixar .....	28

### **Índice de tablas**

Tabla 1: balance de situación de Disney (2002-2005) .....	29
Tabla 2: cuenta de resultados de Disney (2002-2005) .....	30
Tabla 3: balance de situación de Pixar (2002-2005) .....	31
Tabla 4: cuenta de resultados de Pixar (2002-2005) .....	32
Tabla 5: resumen de la operación de adquisición.....	36
Tabla 6: ingresos en taquilla de las producciones Disney-Pixar (dólares) .....	42

## **ABREVIATURAS**

M&A: mergers and acquisitions

F&A: fusiones y adquisiciones

LBO: leveraged Buy-Out

MBO: management Buy-Out

E&M: entretenimiento y medios

OPA: oferta pública de adquisición

PwC: PriceWaterhouseCoopers

DIS: Disney

BPA: beneficio por acción

IPO: initial public offering

# **1 Introducción**

## **1.1 Objetivo y motivación del trabajo**

La investigación realizada en el presente trabajo surge ante la curiosidad de conocer por qué las operaciones de F&A han tenido tanto auge en los últimos años, así como por el deseo de incrementar mis conocimientos en esta área al haber despertado en mí un fuerte interés a lo largo de la realización del Máster y, por tanto, querer iniciar mi carrera profesional en el área de Finanzas Corporativas y, más concretamente, en M&A.

Además, se trata de una tendencia que se da en todo el mundo y en todos los sectores de la economía. Por ello, el enfoque planteado en el trabajo consiste en examinar la operación de compra que llevó a cabo Disney de Pixar, ambas compañías americanas y pertenecientes al sector del entretenimiento y medios, que inicialmente se consideraba que iba a ser un fracaso y que, después, resultó exitosa. La elección de estas empresas también se vio motivada por la dificultad extra centrada en la complejidad de ellas debido al sector al que pertenecen, además de escasos estudios realizados de esta operación por lo que podría contribuir a la evidencia empírica realizada hasta la actualidad.

El objetivo perseguido en el trabajo es proporcionar cuáles son los motivos que fomentan la fusión o adquisición entre compañías y, más concretamente, llevarlo a la práctica con la operación de compra de Pixar por parte del grupo Disney. Lo que quiero demostrar es, por tanto, si fue exitosa o no la operación, ver si se generó valor realmente y en qué factores descansó el triunfo para sacar mis propias conclusiones acerca de la misma. Por tanto, la pregunta que se quiere responder con la realización del proyecto es: ¿qué variables llevaron a alcanzar las sinergias esperadas?

Además, Disney es una empresa que practica reiteradamente este tipo de operaciones con éxito por lo que conoce qué factores son esenciales para conseguir el éxito. Sus últimas operaciones han sido Marvel Entertainment en 2009, Lucasfilm en 2012 y Fox el pasado marzo, entre otras.

## **1.2 Metodología**

El análisis se desarrolla en el marco de las empresas comentadas previamente y el trabajo se estructura de la siguiente manera:

En primer lugar, se explica el marco teórico de las operaciones de F&A a nivel general destacando aquellos aspectos de mayor relevancia en este tipo de operaciones. Para ello, se ha recurrido principalmente a manuales teóricos y fuentes de investigación de expertos en fusiones, adquisiciones y valoración de empresas citados en la bibliografía.

En segundo lugar, se elabora un análisis específico y profundo del sector de entretenimiento y medios al que pertenecen ambas compañías y los retos principales del mismo en la actualidad, seguido de un análisis de cada empresa individualmente, su evolución a lo largo de la historia, líneas de negocio y análisis DAFO.

Posteriormente, un análisis estratégico de la operación en concreto para determinar los elementos cruciales que llevaron a la toma de esta decisión además de una breve explicación de cómo se estructuró la operación y los puntos clave.

Todo ello acompañado del estudio económico y financiero en el que se realiza una comparativa de la situación pre-adquisición, así como de las sinergias que generó dicha operación y operaciones similares que ha realizado Disney. La bibliografía utilizada para esta parte del trabajo ha sido consultada en las cuentas anuales e informes de ambas empresas publicadas en la página web en el caso de Disney y en U.S. Security and Exchange Commission en el caso de Pixar.

Por tanto, en la primera parte del trabajo se aplica un método meramente descriptivo basado en una revisión de la literatura de las actividades de F&A para poder analizar con criterio el caso propuesto y, en la segunda parte, más práctica, se lleva a la realidad este marco conceptual utilizando procedimientos tanto cualitativos como cuantitativos para el análisis económico y financiero de la operación de adquisición.

Finalmente, se muestran las conclusiones derivadas de la realización del trabajo junto con las limitaciones encontradas a lo largo del proyecto y una reflexión sobre cómo podría continuar la investigación en un futuro.

## **2 Marco teórico general**

### **2.1 Fusiones y adquisiciones**

#### **2.1.1 Definición de las fusiones y adquisiciones**

Las fusiones y adquisiciones (“M&A”<sup>1</sup> en inglés, en adelante F&A) forman una de las actividades más importantes en el sector financiero y una de las ramas más atractivas en los últimos años. Atendiendo a los medios de comunicación son noticia diaria y permanente en las economías ya que son muchas las empresas que deciden optar por estas operaciones.

No obstante, es una tendencia que surgió muchos años atrás y según Jovanovic, Boyan & Rousseau (2002) son operaciones que se producen en oleadas siguiendo una estructura cíclica y caracterizadas, la mayor parte de las veces, por una transformación tecnológica, momentos en los que las acciones están sobrevaloradas o los tipos de interés se encuentran en niveles muy bajos, lo que supone una mayor capacidad de endeudamiento para las empresas para realizar la F&A y estas, por tanto, se disparan.

Las operaciones de fusiones y adquisiciones son una alternativa de crecimiento externo y estratégico mediante el cual las empresas adquieren o se combinan con otras compañías, en general, con fines económicos, aunque también puede ser por otros motivos como se explicará más adelante en el trabajo.

Es fundamental entender correctamente la diferencia entre fusión y adquisición que radica principalmente en la posesión del control de la empresa.

Una fusión es la combinación de dos o más empresas, independientes desde el punto de vista jurídico, que unen sus patrimonios para formar una nueva empresa conjunta con nueva personalidad jurídica o con la personalidad jurídica de una de las empresas participantes en la fusión en cuyo caso se hablaría de fusión por absorción. Sin embargo, una adquisición se limita a la compra de una compañía por parte de otra o de gran parte de sus acciones sin tener que juntar los patrimonios de ambas como ocurre en las fusiones. (Mascareñas, 2011).

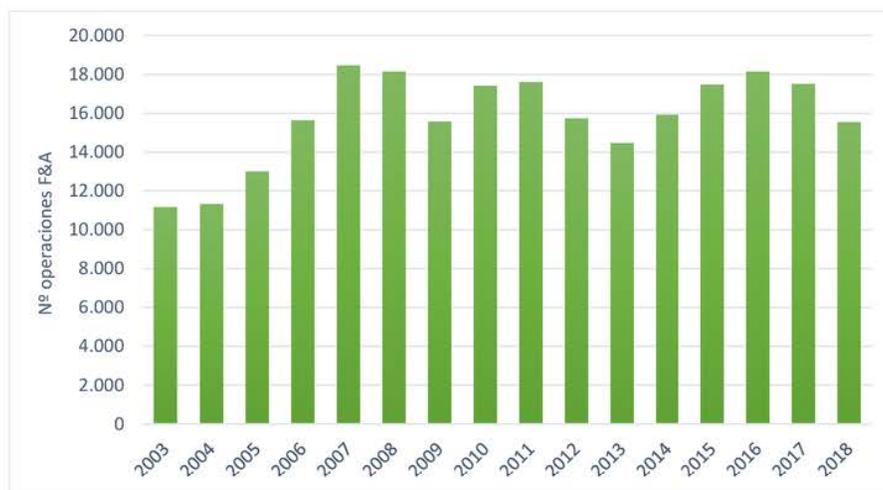
---

<sup>1</sup> Mergers and acquisitions

Como se ha comentado, las fusiones y adquisiciones son un recurso muy útil para muchas empresas que se lleva practicando desde muchos años atrás. En el gráfico siguiente se puede ver la evolución de los últimos quince años del número total de fusiones y adquisiciones que se han realizado en Europa.

Cómo se puede apreciar los niveles máximos fueron alcanzados en el año 2007 y, a partir de la crisis de 2008, se produjo una reducción en el volumen de operaciones debido a que la disponibilidad de recursos económicos y financieros de las empresas se vio reducida. Sin embargo, a partir de 2014 y hasta 2016 volvieron a dispararse las operaciones, probablemente, por la mejora de la situación económica, los avances tecnológicos y la reestructuración de algunas industrias.

**Gráfico 1: evolución de operaciones de F&A en Europa**



**Fuente:** *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA).*

## 2.1.2 Tipos de fusiones y adquisiciones

Cabe la posibilidad de diferenciar varios tipos de fusiones y adquisiciones en función de distintos parámetros como la relación existente entre las empresas fusionadas o adquirente y adquirida, la posesión del control en el caso de adquisiciones o la personalidad jurídica en el caso de las fusiones.

Según el tipo de relación que existe entre las compañías participantes en la operación de F&A se pueden clasificar en tres tipos: de **tipo horizontal** cuando las empresas forman parte del mismo sector como ocurre con el caso Disney-Pixar que se analiza en este trabajo, de **tipo vertical** cuando las empresas se encuentran en distintas fases del ciclo de explotación de un producto pero dentro del mismo sector (empresa-cliente, empresa-proveedor) o, en **conglomerado** si las empresas no realizan ninguna actividad similar y pertenecen, por tanto, a sectores diferentes.

Además, estas formas de integración de empresas recogen, junto a otros que se explicarán más adelante, algunos de los argumentos económicos que justifican las F&A. Por ello, considero de gran importancia realizar una breve descripción de cada uno de ellos.

Por un lado, la integración horizontal consiste en la unión de empresas que producen lo mismo de manera separada con el objetivo de unificar esa producción en una única compañía y aumentar la eficiencia al mismo tiempo que se reduce la competencia. Las formas más comunes de llevar a cabo esta estrategia empresarial son a través de las F&A o de las denominadas “joint ventures” mediante las cuales dos o más firmas llegan a un acuerdo de realizar determinadas actividades comerciales juntas de manera temporal para compartir beneficios y riesgos (Tamayo y Piñeros, 2007).

Por otro lado, como afirma Fernández (2008) la integración vertical predomina entre empresas cuyo objetivo es tomar el control de determinados factores productivos como materias primas o para acercarse al consumidor final a través de sus productos.

Se puede clasificar a su vez en dos tipos: la integración vertical hacia adelante trata de aproximarse más al consumidor final a través de la adquisición o fusión con empresas que están situadas más abajo en la cadena de producción o están especializadas en venta al por menor con el fin de obtener una eficiencia económica; la integración vertical hacia atrás busca obtener cierta ventaja en el control y dominio de las materias primas a través de la adquisición o fusión de empresas que están más arriba en la cadena productiva.

Respecto al conglomerado, como afirman la mayor parte de autores, se trata de la forma más fácil de llevar a cabo debido a las menores exigencias legales. Consiste en la unión de varias empresas que ni forman parte del mismo sector ni se dedican a la producción o comercialización del mismo tipo de productos donde una de las empresas va a ser la encargada de controlar y gestionar las demás. Pepall, Richards & Norman (2006): *“los conglomerados involucran una combinación de empresas sin un claro sustituto o una clara relación complementaria”*.

En relación con las adquisiciones se pueden distinguir dos tipos en función de la decisión que la empresa adquiriente tome respecto a qué adquirir. Por una parte, la compra de acciones o participaciones sociales si se adquieren todas o gran parte de las acciones de la empresa objetivo para tomar la total gestión y control de esta. Sin embargo, autores como Mascareñas (2011) consideran que no es necesario adquirir la mayoría de las acciones si no que solo con una participación minoritaria es posible hacerse con el control.

Por otra parte, la compra de activos de la empresa objetivo que se basa en adquirir determinados activos de esta en los que se tiene cierto interés.

Mascareñas (2011) afirma que la compra de activos resulta más beneficiosa para la compañía adquiriente porque implica menos requisitos legales siempre y cuando no se haya pagado en acciones. Por ejemplo, no suele ser necesaria la aprobación o autorización por parte de la Junta General de Accionistas. Sin embargo, autores como Ross, Westerfield, & Jaffe (2012) creen que puede ser más costoso ya que implica la transferencia de títulos de propiedad de cada activo que se vaya a adquirir.

Por último, existen otros tipos de fusiones y adquisiciones menos frecuentes. Las operaciones LBO (Leveraged Buy-Out) consisten en la utilización de capital prestado para adquirir todas o la gran mayoría de acciones de una empresa pública para convertirla en privada. Por otro lado, las operaciones MBO (Management Buy-Out) son una extensión de las LBO en las que son los propios directivos de la empresa son los que van a realizar la operación.

### **2.1.3 Motivos para realizar fusiones y adquisiciones de empresas**

Una de las primeras preguntas que se me plantean en este trabajo es entender y conocer por qué las empresas deciden llevar a cabo estas operaciones. Como la mayoría de las decisiones empresariales, el principal objetivo es la creación de valor ya que se trata de

una de las decisiones más arriesgadas y que mayor tiempo y dedicación supone para los accionistas como afirma Mascareñas (2011).

Sin embargo, son diversas las motivaciones de realizar fusiones o adquisiciones siendo estas económicas en su mayoría, pero también podemos hablar de objetivos sociales, legales u otros. Esta parte del trabajo se centrará en el análisis de los motivos que suelen generar un **efecto sinérgico**, que se produce cuando el resultado de la unión de dos o más empresas en términos de valor de mercado es superior que la suma del valor de estas por separado. En ese caso se hablará de sinergia positiva y, cuando ocurre lo contrario, de sinergia negativa.

Además, las sinergias se suelen clasificar en operativas y financieras. Por una parte, las sinergias operativas son aquellas que suelen producirse a través de un proceso de integración horizontal y se puede conseguir mediante un aumento de los ingresos o una reducción de costes. Además, Mascareñas (2011) establece que están asociadas con una diversificación al compartir recursos de distintas cadenas de valores y transferirlos de una empresa a otra.

Por otro lado, las sinergias financieras son aquellas que suponen un aumento del valor de la empresa, de los flujos de caja o reducción del coste de capital. Es decir, aportan a la empresa una mejor capacidad de diversificación, obtención de beneficios fiscales o legales, saber hacer uso del exceso de caja o asumir las deudas.

Estas sinergias pueden darse tanto en fusiones como adquisiciones. No obstante, en el caso de las adquisiciones, que es la operación que se va a analizar en este trabajo, dicho efecto sinérgico se produce si el valor presente de los flujos de caja es mayor que el precio de compra de la empresa adquirida como afirma Mascareñas (2011). Así, es obvio que el deseo de esta inversión es obtener un valor actual de los flujos de caja positivo, por tanto, se analizará principalmente si existe la capacidad de producir sinergias con la compra.

Una vez aclarado que el principal motivo de realizar una fusión o adquisición de una entidad es la creación de valor es importante destacar que, generalmente, también se dan otros motivos entre los que he querido centrarme en los siguientes:

- Mejorar la gestión de la empresa objeto de adquisición  
Es muy común que haya empresas en las que el equipo directivo no tiene la capacidad de gestionar y dirigir la actividad de esta para sacar la máxima

rentabilidad lo que hace que incluso valga menos de lo que debería valer en el mercado. Ante esta situación, otras empresas con directivos y activos preparados están dispuestas a adquirirlas para hacerse con el control e incrementar el valor de la compañía mejorando la eficiencia de la empresa adquirida.

En estos casos la operación se suele realizar mediante una OPA<sup>2</sup> para deshacerse del equipo. Parrino, College & Harris (1999) afirman que existe una relación directa entre la sustitución de los directivos de la empresa adquirida y los resultados de esta tras la operación mientras que si permanecen los directivos después de la fusión o adquisición los resultados no suelen alcanzar tan buenos resultados.

- Unir recursos complementarios

Suele ocurrir que se lleve a cabo una fusión o adquisición por el hecho de combinar los recursos de ambas al tener una de ellas una ventaja competitiva o por el deseo de adquirir ciertas habilidades que no tienen por separado, por ejemplo, una podría tener capacidad comercializadora y de distribución y la otra de producción como se verá más adelante con el caso analizado en este trabajo. Como indican McCann & Gilkey (1988) este argumento justifica muchas de las operaciones de F&A en el sector de internet y telecomunicaciones para abarcar todo lo posible de la industria como contenido, portales en la red o tecnologías ante el rápido crecimiento actual y la necesidad de adaptación.

- Ventajas fiscales

La sinergia de tipo fiscal supone la posible reducción del pago de impuestos al adquirir o fusionarse con otra empresa y las más habituales son las derivadas de: una compensación de pérdidas si, por ejemplo, una empresa que obtiene resultados positivos adquiere a otra que tiene pérdidas ya que podría deducirse las pérdidas de ejercicios anteriores de la empresa adquirida; aprovecharse de las concesiones fiscales de la empresa adquirida; o la revalorización de activos depreciables.

Por otro lado, también se producen efectos fiscales personales para los accionistas dependiendo de si la transacción se realiza en efectivo o en acciones y si supone

---

<sup>2</sup> Operación pública de adquisición

un cambio en su patrimonio. Generalmente, este beneficio surge cuando el intercambio se realiza a través de acciones.

Hay que destacar que todas estas ventajas fiscales dependen del país en el que se encuentren registradas y operen las empresas en cuestión. Palacín (1997) argumenta que este tipo de sinergias son más comunes en el caso de las fusiones.

- Crecimiento externo

Puede darse el caso de que una empresa no tenga la capacidad suficiente para crecer por sí misma o esto le suponga un horizonte temporal muy largo por lo que decida fusionarse o adquirir otra u otras empresas para alcanzar el crecimiento deseado. Por lo tanto, es una opción muchas veces más barata y rápida de crecimiento ya que si la empresa objetivo cuenta con diversos títulos de propiedad intelectual, capacidad de investigación o líneas de negocio ya establecidas, beneficiará mucho más que optar por el crecimiento interno (Mascareñas, 2011).

- Obtener mayor cuota de mercado

Como veremos más adelante en el análisis de la operación entre Disney y Pixar, muchas empresas deciden realizar F&A para ganar cuota de mercado dentro de su sector y reducir al mismo tiempo la creciente competencia, sobre todo en aquellas industrias en las que las barreras de entrada son muy escasas y las perspectivas de crecimiento de empresas en el sector son elevadas.

También puede ocurrir que la empresa desee introducirse en un nuevo mercado y llegar a nuevos segmentos caso en el que es importante una buena penetración de ambas empresas para beneficiarse de ello.

- Diversificar el riesgo

Otro de los objetivos de optar por una fusión o adquisición es el de diversificar el riesgo económico de la empresa. Esto se produce en el caso de los conglomerados, es decir, cuando la fusión o adquisición se produce entre empresas dedicadas a diferentes negocios lo que da lugar a un efecto diversificación al igual que ocurre con las carteras de activos (Agarwall et al., 2003).

Sin embargo, dicha diversificación no provoca un aumento de valor ni de la rentabilidad para los accionistas ya que solo reduce el riesgo específico<sup>3</sup> y los accionistas o inversores podrían diversificar su riesgo mediante la adquisición de diversos títulos. De hecho, numerosos estudios como el realizado por Graham, Lemmon & Wolf (2003) concluyen que las empresas que diversifican mediante la adquisición de negocios poco relacionados con los suyos experimentan una pérdida de aproximadamente un 14%.

- Necesidades de financiación

Si una empresa con estabilidad financiera a lo largo de su historia comienza a sufrir variaciones en sus ejercicios por, por ejemplo, una mala dirección de un cambio de estrategia o porque no dispone de suficientes recursos financieros para desarrollarla, puede recurrir a este tipo de operaciones con empresas mejor posicionadas para sobrevivir y recuperar esa estabilidad financiera. También puede ser simplemente por querer realizar una aportación de capital y mediante la integración se puede reducir el coste de capital, sobre todo, cuando una empresa de mayor tamaño adquiere a una más pequeña (Melle, 2001).

- Defensa ante operaciones hostiles

Por último, Mascareñas (2011) argumenta que es muy común recurrir a este tipo de operaciones para defenderse de operaciones en las que el equipo directivo de la compañía no proporciona su apoyo, lo que se conoce como operaciones hostiles. Las razones pueden ser la presencia de información asimétrica por alguna de las partes, razones personales de los directivos o reducción de la competencia como ya se ha comentado previamente.

#### **2.1.4 Pasos en un proceso de fusión y adquisición**

Toda operación de fusión y adquisición conlleva un proceso organizado en el que se diferencian distintas etapas desde que se anuncia el deseo de realizar la misma hasta que concluye. Además, las empresas protagonistas de la operación cuentan, generalmente,

---

<sup>3</sup> Riesgo específico, no sistemático o diversificable es aquel intrínseco del activo financiero y que puede reducirse mediante diversificación.

con el apoyo de bancos de inversión, firmas de private equity o capital riesgo durante todo el procedimiento.

Según un análisis realizado por Novas y López (2016), son tres los pasos principales: fase de diseño de estrategia y preparación, fase de contactos y oferta y fase de negociación y cierre de la operación. A su vez, cada una de ellas se divide en:

1. Diseño de estrategia y preparación

- a. Búsqueda y preparación de la oferta: en esta etapa han de establecerse los objetivos que se quieren alcanzar con la operación, la estrategia y una primera selección de posibles compañías objetivo cuyo perfil se adapte a lo que se está buscando.
- b. Valoración: tras seleccionar las posibles empresas objeto de la operación será necesario analizarlas y valorarlas, así como conocer qué esperan de la fusión o adquisición sus propietarios.

2. Contactos y oferta

- a. Contactos: en esta segunda fase se comienzan a entablar relaciones con las posibles empresas objetivo. Se contacta con estas y se les envía información relativa a la descripción de la transacción propuesta, la oferta y, sobre todo, se destacan los beneficios que esta supondría.
- b. Confidencialidad: si alguna de estas empresas muestra especial interés como futura contraparte de la operación se firmará un acuerdo de confidencialidad que sirve para establecer que hay cierta información de vital importancia que debe mantenerse como información de índole privada y no debe suministrarse a nadie ajeno al acuerdo.

3. Negociación y cierre

- a. Negociación: una vez recibida la información la compañía comenzará el proceso de negociación con la empresa objetivo sobre la oferta y decidirá si le interesa o no cerrar la operación.
- b. Declaración de intenciones: una vez que ambas empresas están interesadas en formalizar los avances realizados hasta el momento por escrito, se procederá a la firma de una carta de intenciones que representa un acuerdo

preliminar. Aunque no se trata de un informe legal sí proporciona un mayor grado de compromiso entre ambas partes y suele incluir datos relativos a las condiciones de la oferta como precio estipulado, forma de pago, tiempo límite o los objetivos.

- c. “Due diligence”: esta parte del proceso abarca los aspectos financieros, legales, fiscales y operacionales donde la empresa adquiriente examina que hay transparencia y consistencia en los estados financieros de la empresa objetivo.
- d. Contrato de adquisición: en este momento ambas empresas acuden a una notaría para realizar la transacción de acciones y dinero y suele ser gestionado por un asesor legal ajeno a las compañías.
- e. Integración post-operación: una vez firmado el contrato han de realizarse los ajustes necesarios para que ambas empresas encajen de forma complementaria y se integren adecuadamente desde el punto de vista cultural, financiero u organizacional.

## **2.2 Valorando la empresa objetivo**

Previo a la toma de decisión de adquirir o fusionarse con una firma es fundamental realizar la valoración de la empresa objetivo donde autores como Mascareñas (2011) o Fernández (2008) afirman que no sólo es necesario un buen conocimiento técnico de dichos métodos sino también sentido común.

Es entonces cuando muchos se preguntarán por qué no sólo basta con el dominio teórico, bien, porque es necesario tener la capacidad de detectar determinados aspectos a tener en cuenta como particularidades específicas, aspectos cualitativos o simplemente no olvidar el objetivo para el que se está realizando la valoración (Fernández, 2008).

Existen diferentes métodos de valoración de empresas todos ellos con el mismo propósito que es el de determinar el valor objetivo<sup>4</sup> de la empresa que, en el caso de operaciones

---

<sup>4</sup> Valor de la empresa en circunstancias normales dentro de su contexto e independientemente de los intereses del sujeto valorador. El valor subjetivo, en cambio, viene condicionado por los intereses del sujeto que valora. Véase Mascareñas, Juan (2011): “Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas”.

como una adquisición, se utilizará para la negociación del precio a pagar por la empresa adquirente.

Por tanto, son dos los elementos principales en una valoración: valor y precio. Como apuntaba Antonio Machado *“todo necio confunde valor y precio”* por lo que es muy frecuente confundir ambos términos y considerar que son iguales. Una compañía tiene un único precio que será el determinado en la negociación por la empresa adquirente y la adquirida, es decir, aquella cantidad a la que el vendedor esté dispuesto a vender y el comprador a pagar. No obstante, puede tener diferentes valores para cada uno según cuales sean sus intereses y cuál sea el método utilizado.

Mascareñas (2011) establece tres casos en los que puede surgir la necesidad de valorar una empresa: *“enajenación de la propiedad de la empresa en su conjunto (fusión, venta, salida a bolsa...), enajenación o liquidación de un derecho de participación en la empresa (cesión de acciones, indemnización a un accionista que deja de serlo...) o evaluación por fines concretos a toda venta (para realizar operaciones financieras, proporcionar información, situación fiscal...)”*.

Sea cual sea el motivo por el que llevar a cabo la valoración de una compañía es relevante integrarla dentro de un proceso de estudio en profundidad y no limitarlo a un mero estudio numérico.

Este procedimiento se divide en los siguientes pasos acorde al estudio de Mascareñas (2011):

1. Conocimiento de la organización y cultura de la empresa, es decir, saber cómo trabajan sus empleados y personal, formas de resolución de problemas, valores y ética.
2. Conocer a los responsables y directivos de la organización para analizar su historial y productividad, así como el papel que han jugado en momentos decisivos de la compañía.
3. Analizar el negocio, estrategia y sector en el que opera la empresa para lo que es conveniente conocer su historia, cómo se encuentra en la actualidad y cuál ha sido su evolución para detectar el grado de estabilidad financiera de la misma. Además, es útil valorar a sus principales competidores.
4. Realizar estimaciones futuras para calcular el valor de la empresa a partir de los flujos de caja que se espera que genere.

## 5. Conclusión en base a los resultados obtenidos.

Antes de comentar los métodos de valoración más utilizados en la actualidad hay que destacar la ligera diferencia en la valoración de empresas que cotizan en bolsa y empresas que no.

En el caso de empresas que cotizan en un mercado de valores organizado podría resultar más sencillo ya que el precio viene determinado por el mercado, pero los compradores deben pagar una prima si se va a adquirir un paquete de acciones elevado como es el caso de Disney y Pixar ya que, ello supone hacerse con el control de la empresa adquirida lo que también tiene un precio.

Importante también es considerar el número de acciones en circulación de la empresa objetivo ("free-float") para evitar alternaciones en la valoración.

Respecto a las empresas no cotizadas la diferencia radica en la mayor dificultad de acceso por parte de los analistas a información fiable de las mismas al no tener la obligatoriedad de publicar sus cuentas anualmente lo que implica una valoración más inexacta en muchos casos en comparación con las empresas cotizadas. Por ello, se recurre al método de los comparables buscando empresas similares a la que se desea valorar que, si coticen en bolsa, en términos de tamaño, mercado, actividad, rendimiento, apalancamiento operativo y financiero, y riesgos económico-financiero o, si esto no fuera posible, se recurriría al cálculo de la media de empresas cotizadas en el sector en el que opera la empresa objetivo.

Como ya se ha comentado existen diversos métodos de valoración de empresas siendo estos como Fernández (2008) establece los siguientes: métodos basados en el balance, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos mixtos, descuento de flujos de fondo, métodos basados en medidas de creación de valor y valoración a partir de opciones.

Sin embargo, otros autores como Damodaran (2002) describen principalmente tres métodos: la valoración por descuento de flujos de fondos, la valoración por comparables y la valoración mediante opciones reales.

### **3 Análisis del sector del entretenimiento**

Una vez realizado el marco teórico de F&A y, previo al análisis de cada una de las empresas participantes en la operación de adquisición, es necesario conocer el sector del Entretenimiento y Medios al que pertenecen ambas empresas.

La industria de Entretenimiento y Medios (E&M) es uno de los sectores de la economía global que han experimentado un mayor crecimiento en los últimos años ofreciendo una amplia gama de servicios desde los tradicionales como películas, música, radio, revistas y periódicos hasta segmentos más novedosos como servicios de televisión por cable y en línea o videojuegos en línea.

Según un estudio realizado por la firma PwC<sup>5</sup> es uno de los sectores más dinámicos, avanzados y generadores de cambio en la actualidad. Esto es principalmente por su fuerte dependencia de la tecnología que está en pleno auge y continuo desarrollo, así como los cambios en los hábitos de los consumidores.

Por ello, desde la década de los 90 está produciéndose una convergencia entre la industria del Entretenimiento y Medios y la industria tecnológica, es decir, las empresas tecnológicas y de telecomunicaciones están cada vez adoptando e integrando mayor cantidad de activos de las empresas del sector E&M. Esta convergencia que se lleva produciendo unos años se traduce en convergencia en medios, en modelos de negocio, en zonas geográficas y en accesos (PwC, 2018).

De acuerdo con el estudio ya comentado son cinco los factores principales que están impulsando esta revolución de cambio y convergencia en la industria:

1. Los consumidores son cada vez más exigentes con los productos y servicios que adquieren y es por ello por lo que demandan cada vez una mayor personalización alejada del estándar habitual común para todos donde la individualización como usuario toma relevancia gracias al análisis de datos.
2. Debilitamiento y estancamiento de las fuentes de ingresos tradicionales lo que pide a las empresas la necesidad de innovar en distribución, producción y desarrollo de nuevos productos y servicios que impulsen el crecimiento de nuevas fuentes de ingresos.

---

<sup>5</sup> Global Entertainment & Media Outlook, 2018-2022, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

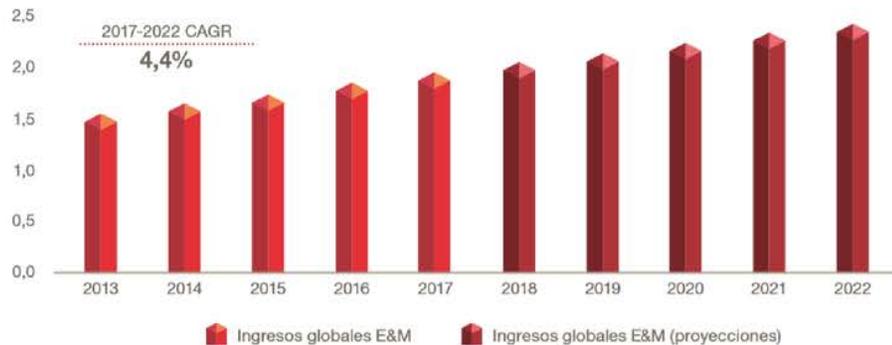
3. El creciente uso de dispositivos móviles a nivel mundial solicita una mayor adaptación y acceso a contenido a través de plataformas online lo que supone un reto para las compañías de crear una relación directa con el consumidor mediante una mejora de estas y de los canales de distribución para convertirse en el principal medio de acceso.
4. El crecimiento de un entorno cada vez más digitalizado ha destacado la importancia de plataformas digitales y redes sociales para crear contenido y atraer nuevos usuarios de forma más eficiente y menos costosa.
5. El desarrollo de la fibra óptica, 5G en camino o banda ancha permite a los usuarios estar conectados permanentemente lo que facilita el acceso a contenidos, experiencias y productos.

El reto de las empresas de este sector es, por tanto, contar con la capacidad de adaptación a los nuevos cambios y anticiparse a las nuevas oportunidades del entorno para permanecer en el mercado. Para ello, sus modelos de negocio deben reorganizarse y contar con cierto grado de innovación para la creación de nuevos productos y servicios adaptados a la demanda del mercado, cada vez más exigente y personalizada. También deben invertir tiempo y dinero en impulsar el crecimiento en los mercados emergentes, algo que Disney ya está realizando y se fomentó al adquirir Pixar.

Además, a pesar de ser un sector bastante resistente a los ciclos económicos desde sus inicios se trata de una industria muy procíclica que evoluciona junto con la economía. En épocas en las que la economía crece, el sector del Entretenimiento y los Medios también lo hace ya que los individuos ven una mejora de su situación económica e invierten más en los segmentos de este sector lo que supone un incremento de los beneficios de las compañías. Sin embargo, en épocas de recesión económica el impacto es ligeramente negativo.

Como se aprecia en el siguiente gráfico a partir de la evolución de los ingresos del sector desde 2013 se ha realizado una estimación en la que la tendencia del crecimiento es alcista y positiva y, se espera, que en los próximos cinco años el crecimiento sea de aproximadamente un 4,4% (PwC, 2018).

**Gráfico 2: estimación de los ingresos globales del sector Entretenimiento y Medios (billones \$)**



**Fuente:** PwC Global Entertainment & Media Outlook 2018-2022, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

No obstante, este crecimiento no será equitativo en todos los segmentos de la industria de E&M ya que el mayor peso recaerá sobre aquellos relacionados con la digitalización donde la realidad virtual y la inteligencia artificial ya han comenzado a ser muy relevantes. Mientras que, el segmento con menor crecimiento será el más tradicional, el relativo a medios impresos como periódicos y revistas que con la digitalización acabaran desapareciendo en un futuro.

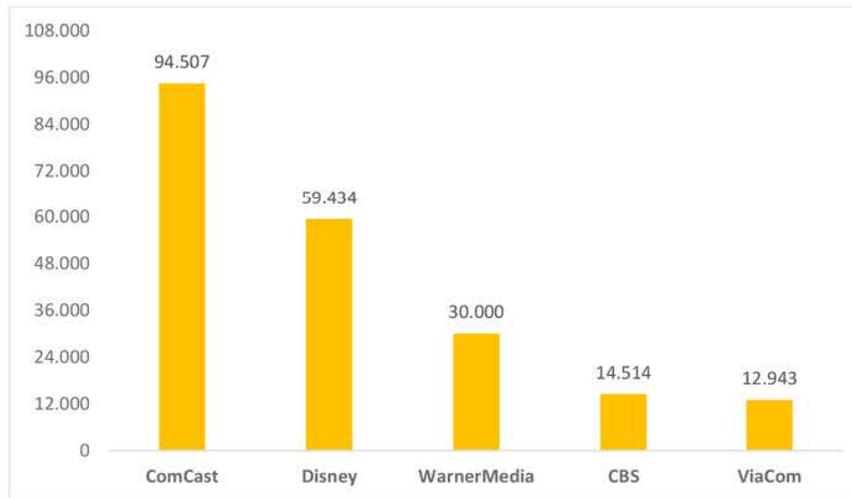
Respecto al tamaño de la industria en ella operan más de doscientas compañías y cada vez son más los nuevos entrantes que han aparecido en los últimos años como Netflix o HBO. Sin embargo, dado que el trabajo se centra en el análisis de la adquisición de Disney y Pixar considero más relevante destacar aquellas empresas consideradas competidores directos de estas por similitud en tamaño y beneficios en lo relativo a industria del cine.

Por un lado, en el caso de Disney la competencia directa en el segmento de red mediática son las empresas Time Warner (actualmente Warner Media tras la adquisición por AT&T), ComCast Corporation, CBS y Viacom Corporation. Cabe mencionar que hasta marzo de este año que Disney compró a 21st Century Fox, esta era una de las empresas de mayor competencia para Disney.

Según datos de una estadística que presenta el ranking mundial de las principales empresas de medios de comunicación y entretenimiento según su valor de mercado registrado en el año 2018, Disney lideró el primer puesto seguida por ComCast Corp (The Walt Disney Company, 2018).

No obstante, por volumen de ingresos Disney ocupa el segundo puesto frente a sus competidores como se puede apreciar en el gráfico siguiente.

**Gráfico 3: ingresos de las principales compañías de entretenimiento (millones de \$)**



**Fuente:** elaboración propia a partir de datos de las páginas webs (2018)

Por otro lado, los principales competidores de Pixar son Dreamworks Animation Studios, Blue Sky Studios y Sony Pictures Animation Studios empresas cuyo negocio se centra en la producción cinematográfica.

## 4 Análisis específico de las empresas

La gran mayoría de la información relativa a las empresas en este apartado del trabajo está basada en la página web de las propias compañías.

### 4.1 The Walt Disney Company

#### Historia

The Walt Disney Company (de ahora en adelante Disney) es la empresa líder en medios de comunicación y entretenimiento familiar a nivel internacional gracias a su capacidad narrativa, creativa e innovadora que ha conquistado desde sus inicios a todo tipo de público especialmente a los más pequeños. Su sede se encuentra en Burbank, California.

Considero que es interesante realizar un breve paso por la historia de la compañía destacando aquellas fechas más importantes para comprender su gran importancia y crecimiento que la han llevado a posicionarse donde se encuentra en la actualidad.

La empresa conocida entonces como “Disney Brothers Cartoon Studio” se fundó en 1923 en Los Ángeles por los hermanos Walt y Roy Disney con el éxito para un distribuidor de Nueva York de su película piloto “Comedias de Alicia”.

En 1928, *Steamboat Willie* dio vida a la estrella principal de dibujos animados de Disney, “Mickey Mouse”, que se estrenó en un teatro de Nueva York. A partir de entonces, comenzaron a crear nuevos personajes basados en diferentes historias que plasmaban en cortometrajes.

Un año más tarde, en 1929, debido al creciente éxito de la compañía la sociedad fue reorganizada en varias divisiones: “Walt Disney Productions Limited” era la matriz, “Walt Disney Enterprises” destinada a la comercialización de personajes y al merchandising, “Liled Realty and Investment company” para la gestión de las propiedades y “The Disney Film Recording Company” destinada al rodaje de las películas.

En 1932, se realizó el primer dibujo animado a todo color “flowers and trees” y Disney obtuvo su primer debut con el premio al mejor cortometraje en los Academy Award. Posteriormente, en 1937 se estrenó el primer largometraje de la compañía en Los Ángeles gracias a la conocida “Blancanieves y los siete enanitos”.

En 1940 Disney emitió su primera acción y desde entonces cotiza en la bolsa de valores de Nueva York con el símbolo "DIS".

En 1955 se abrió el primer parque temático de la compañía Disneyland en California que es en la actualidad el parque más grande y visitado del mundo.

Más tarde, en 1966, Walt Disney murió y la compañía quedó en manos de su hermano Roy.

En 1971 continúa la ampliación de los parques temáticos con la construcción de Walt Disney World en Florida. La estrategia de la compañía comienza a cambiar tras observar que las principales fuentes de sus ingresos estaban siendo las producciones y distribuciones televisivas y el parque temático y, que en los años posteriores a la muerte de Walt Disney la compañía no había conseguido grandes logros en términos de nuevas creaciones muy exitosas.

En 1983 se estrenó el canal de Disney Channel y en 1984 Michael Eisner y Frank Wells fueron nombrados presidente ejecutivo y director respectivamente, con el objetivo de maximizar el valor de la empresa y dar un paso más allá debido al debilitamiento que se había producido. Comenzaron las primeras "joint ventures" con otras empresas de distribución y estudios de producción. Además, durante este año se creó la primera Touchstone film con la finalidad de introducirse en el mercado de los blockbusters reales.

En 1986 el nombre de la empresa cambió al actual, The Walt Disney Company.

A partir de 1990, comenzó la era de las operaciones de M&A por la compañía. En 1996 se produjo la fusión con Capital Cities/ABC y durante esta década la producción y distribución de películas volvió a ganar peso en los ingresos de Disney, tanto que en 1998 pasó a ser una de las empresas más cotizadas del mundo debido al brutal incremento de sus beneficios.

Desde 2005, Bob A. Iger ocupó el puesto de Michael Eisner y la capitalización bursátil de la empresa aumentó casi en un 80%.

En 2006 Disney adquirió Pixar Animation Studios por 7.400 millones de dólares, en 2009 Marvel Entertainment por valor de 4.400 millones de dólares y en 2012 Lucasfilm por 4.000 millones de dólares.

En 2015, se estrenó Star Wars: la fuerza de algo como el primer título de Lucasfilm estrenado por The Walt Disney.

Finalmente, en los años más recientes se ha abierto el último parque temático en Sanghai en 2016 y el pasado marzo se completó la adquisición de 21st Century Fox.

### **Situación actual**

Actualmente, Disney cuenta con una estructura diversificada a nivel mundial que junto con sus filiales y subsidiarias divide su negocio en cuatro segmentos principales<sup>6</sup>:

- Red de medios

Este segmento forma la unidad principal de la compañía que incluye los servicios relativos a la programación por cable, negocios de radiodifusión y ocho cadenas de televisión propias.

Dentro de esta área destacan, por un lado, ESPN que representa el conglomerado creado entre Disney y Hearst Corporation del cual Disney tiene el 80%. Es la empresa líder mundial en programación deportiva local, nacional e internacional. Por otro lado, la filial de Disney ABC TV Group que contiene ABC Family, DisneyChannel Worldwide y ABC Entertainment Group.

Lo más novedoso que ha lanzado Disney en esta área de negocio tuvo lugar el pasado año, con la creación de ESPN+ siendo su primer servicio de “streaming” por suscripción directo al consumidor que ofrece contenido deportivo.

Además, actualmente se encuentra desarrollando su propia plataforma de “streaming” (Disney+) con la finalidad de entrar a competir en el mercado de los gigantes tecnológicos como Netflix o Amazon. La compañía tiene como objetivo el lanzamiento de la nueva plataforma a finales de este año 2019.

- Parques temáticos y resorts

Esta división es el centro global que da vida a las historias, personajes y franquicias de la compañía y se encarga de la construcción y el buen funcionamiento de sus parques temáticos y resorts.

---

<sup>6</sup> [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com), acceso cuentas anuales 2018

La compañía es propietaria y opera en:

- Disneyland Resort en California que incluye dos parques temáticos (Disneylandia y Disney California Adventure), tres hoteles, un centro comercial, restaurantes y un centro de entretenimiento.
- Walt Disney World Resort en Florida que incluye cuatro parques temáticos (Magic Kingdom, Epcot, Disney's Hollywood Studios y Disney's Animal Kingdom), 18 hoteles, propiedades de clubes vacacionales, restaurantes, parques acuáticos y complejos deportivos, entre otros.
- Tokyo Disney Resort que incluye dos parques temáticos (Tokyo Disneyland y Tokyo DisneySea) y cuatro hoteles de la marca Disney. Este es propiedad y está controlado por una empresa japonesa, pero Disney tiene participaciones.
- Disneyland Paris en París incluye dos parques temáticos (Disneyland Park y Walt Disney Studios Park), siete hoteles turísticos temáticos, centros de convenciones, una instalación de golf y, además, una participación del 50% en un proyecto de resort europeo de ecoturismo.
- Hong Kong Disneyland Resort donde la compañía tiene una participación del 47% e incluye un parque y tres hoteles temáticos.
- Shanghai Disney Resort ha sido la última inauguración en el año 2016. La compañía posee una participación del 43% del mismo formado por un parque y dos hoteles temáticos, un complejo comercial, gastronómico y de entretenimiento (Disneytown) y un área recreativa al aire libre.

Además, mencionar que Disney administra y comercializa los clubes vacacionales mediante Disney Vacation Club.

- Estudios de producción y distribución

Se trata de la parte del negocio más importante o visible de la compañía ya que su conocimiento y su fama inicial derivan de sus producciones de películas.

Disney cuenta con sus propias productoras de películas de acción y animación. Estas se pueden adquirir en la red, en sus cadenas de televisión, en otros mercados

televisivos en todo el mundo, mediante servicios de suscripción como Movistar o Netflix y, finalmente, en formato de entretenimiento doméstico (DVD o Blu-ray).

La empresa distribuye sus productos a través de sus propias líneas de distribución y comercialización en Estados Unidos y estas mismas o mediante empresas independientes al resto del mercado mundial.

La productora principal es Walt Disney Motion Pictures bajo la cual se encuentran el resto de las subdivisiones de cine que son TouchTone Pictures, Marvel Studios, Disney Nature, Walt Disney Animation Studios, Pixar, Disney Toon Studios, LucasFilm y DreamWorks Studios.

Además, Disney también produce obras de teatro, musicales y tiene su propia discográfica. Todo ello a través de Disney Music Group y Disney Theatrical Group.

- Productos de consumo y multimedia

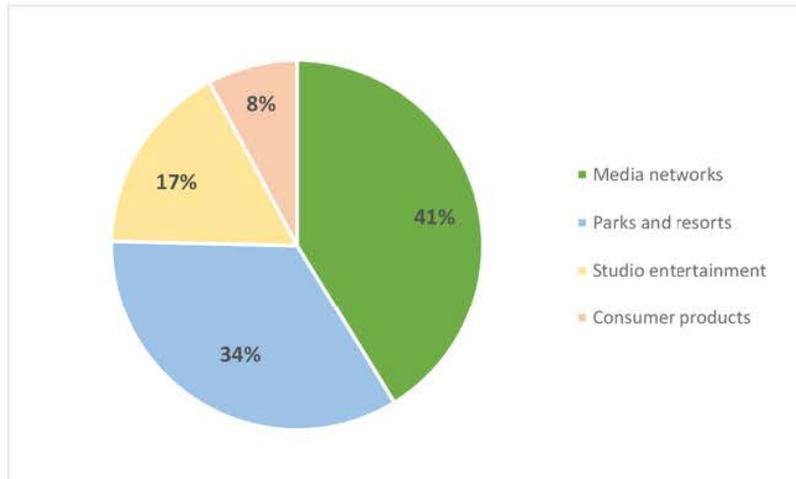
Este segmento es el encargado de la administración y gestión de la propiedad intelectual de la compañía, la publicidad y de la distribución al por menor, al por mayor y en línea de todos sus productos entre los que destacan juguetes, juegos para móviles y dispositivos electrónicos, alimentos, libros, revistas...

Por otro lado, con el rápido crecimiento tecnológico han aparecido dos subdivisiones dentro de los productos de consumo que se encargan de la administración, diseño y del marketing en línea y de contenido online, así como de videojuegos.

Merchandise licensing, Retail, Disney Interactive games, Disney interactive media, publishing.

Tras observar los resultados de las cuentas anuales de Disney, se aprecia que la mayor parte de sus ingresos no proceden de la producción de cine que es lo que en un primer momento impulsó el salto a la fama de la compañía, sino que tienen como fuente principal la división de red mediática y la de parques temáticos y resorts.

**Gráfico 4: ingresos de Disney por segmento de negocio (%)**



**Fuente:** *The Walt Disney Company annual report (2018)*

Considero que esto es así por la creciente demanda y comercialización de servicios de suscripción por cable lo que hizo que la empresa diese un vuelco en su estrategia como ya se ha comentado anteriormente.

Analizando brevemente cada una de las líneas de negocio respecto a los ingresos:

- Los ingresos procedentes de la red mediática ascendieron en 2018 a 24.500M \$ un 5% más que en 2017. Estos vienen principalmente de las comisiones por cuota de suscriptores, de las ventas de publicidad y de la venta y distribución de programas televisivos.
- La división de parques temáticos y resorts es la segunda generadora de ingresos de Disney. Esta depende del volumen de visitantes y, por tanto, los ingresos proceden de la venta de entradas, cargos por noche en los hoteles, venta de alquileres vacacionales... Además, también son fuente de ingresos las concesiones de patrocinios y oportunidades de marca compartida, alquiler y venta de bienes de la compañía.

En 2018, los ingresos crecieron un 10% hasta 20.296M \$ debido principalmente al incremento en el número de visitantes y operaciones en EE. UU.

- El segmento de estudios de producción tiene como origen de sus ingresos los relativos a distribución de películas en cines y mercados TV, de música, la venta

de entradas para obras teatrales y musicales o la concesión de propiedad intelectual para su uso en directo.

Los ingresos crecieron un 19% en 2018 hasta alcanzar los 9.987M \$ debido principalmente al lanzamiento de cuatro películas pertenecientes antes a Marvel como Vengadores: “Infinity War” o “Thor”, además de producciones propias como Los increíbles 2 o Coco.

- Por último, los ingresos de los productos de consumo derivan de todo lo relativo a venta y distribución de juegos en línea y videojuegos, de la venta de revistas, libros, juguetes y concesiones a terceros para el uso en mercancías de consumo de sus productos, películas o personajes.

En este caso, en el año 2018 los ingresos por productos de consumo disminuyeron un 4% hasta 4.651M \$ debido a una menor venta de productos con licencias como los basados en Frozen, Cars o Las Princesas Disney y un aumento menor de productos basados en Vengadores dado su éxito en dicho año.

No obstante, hay que destacar que en el informe anual del pasado año se anunció una reorganización de estas líneas de negocio en nuevos segmentos que será completada y adaptada a los sistemas internos durante este año 2019. La nueva estructura de la compañía en términos de líneas de negocio será la siguiente:

- Direct-to-consumer e International
- Parques temáticos, experiencias y productos de consumo
- Red mediática
- Estudios de producción y distribución

### **Análisis DAFO**

Se va a realizar un análisis DAFO de cada una de las compañías con el objetivo de poder determinar con mayor exactitud la estrategia de cada una de ellas, sus ventajas competitivas y qué motivos podrían justificar la operación de adquisición llevada a cabo.

La matriz DAFO, desarrollada por Humphrey (1970) es una herramienta comúnmente empleada para conocer la situación de una empresa y por qué factores internos (recursos, productividad de empleados, estrategia...) y externos (mercado, situación económica o competidores potenciales) podría estar afectada para poder llevar a cabo una toma de decisiones adecuada y una correcta dirección.

**Figura 1: matriz DAFO de Disney**

<p><b>FACTORES INTERNOS</b></p> <p><b>FORTALEZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Compañía líder en el sector del entretenimiento</li> <li>▪ Alcance internacional</li> <li>▪ Negocio diversificado</li> <li>▪ Reconocimiento mundial de la marca Disney</li> <li>▪ Estabilidad y éxito financiero</li> <li>▪ Experiencia en operaciones de M&amp;A</li> </ul>	<p><b>FACTORES EXTERNOS</b></p> <p><b>OPORTUNIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Creciente expansión geográfica</li> <li>▪ Enfoque a otro tipo de cliente que no sea infantil</li> <li>▪ Capacidad innovadora: adaptación de productos y servicios al creciente desarrollo tecnológico</li> <li>▪ Sinergias mediante fusiones o adquisiciones</li> </ul>
<p><b>DEBILIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pérdida de originalidad y creatividad</li> <li>▪ Disminución de producción propia de películas</li> <li>▪ Gran parte de sus productos y servicios no al alcance de todo tipo de consumidores económicamente</li> </ul>	<p><b>AMENAZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nuevos competidores: sector con bajas barreras de entrada</li> <li>▪ Industria de la piratería</li> <li>▪ Cambios regulatorios</li> <li>▪ Recesión económica: reducción en el consumo de productos secundarios como son los de Disney</li> </ul>

Fuente: elaboración propia.

## 4.2 Pixar Animation Studios

Pixar Animation Studios (de ahora en adelante, Pixar) es un estudio cinematográfico enfocado en el desarrollo y producción de películas de dibujos animados por ordenador cuyas oficinas centrales se encuentran en Emeryville, California. Sin embargo, en sus inicios era una empresa focalizada en hardware y software.

Los orígenes de la compañía remontan a 1979 cuando George Lucas, a la cabeza de la productora cinematográfica Lucasfilm Ltd., contrató a Ed Catmull para dirigir la nueva división de informática de la compañía entonces conocida como “The Graphics Group”

encargada de la mejora del diseño y los efectos especiales en sus producciones. Al inicio de los 80, completaron la primera secuencia de animación totalmente computarizada de Star Trek II: la ira de Khan y se creó la primera imagen con resolución de película.

En 1984, con la llegada de John Lasseter antiguo empleado de Disney a la división, se estrenó en SIGGRAPH (convención de computación gráfica más importante del mundo) el primer cortometraje de animación con personajes complejos y flexibles, desenfoque de movimiento y texturas pintadas a mano.

En 1986, Steve Jobs adquirió la división de informática creando así una nueva empresa independiente, Pixar, cuyo director era Lasseter quien se estrenó como tal con la creación de "Luxo Jr.", que representa a la famosa lámpara logo de la compañía y que fue la primera película de animación 3D. Además, fue nominada al Óscar como Mejor Cortometraje de Animación.

Posteriormente, en 1990 Andrew Stanton y Pete Docter se unen a la compañía y protagonizan las primeras colaboraciones comerciales de Pixar con Listerine y Trident. Esto permite a la compañía una visión diferente en el lanzamiento, narración de historias y cooperación con clientes desarrollando y mejorando su línea de producción.

En 1995, tras un acuerdo con Disney para realizar el primer largometraje por ordenador de animación, se estrena "Toy Story" cerrando el año como película más taquillera y generando unos beneficios de 362 millones de dólares. Meses después tuvo lugar la IPO de Pixar en la bolsa de NASDAQ.

Un año después, John Lasseter recibe un Oscar especial de la Academia de Artes y Ciencias Cinematográficas por dicha película. Es entonces cuando la estrategia de Pixar da un giro abandonando su colaboración en anuncios comerciales para centrarse únicamente en la producción de películas de entretenimiento más largas.

En 1997, Pixar y Disney vuelven a trabajar juntas anunciando un acuerdo para producir cinco películas en un horizonte temporal de 10 años y se estrena un par de años después "Toy Story 2" como primera película creada, dominada y exhibida digitalmente.

En 2006, año en el que Pixar celebra su 20 aniversario, Disney anuncia el acuerdo de la adquisición de la compañía cediendo así el control de su estudio de animación a los directores creativos de Pixar.

En 2009, Up inaugura como primer largometraje de animación el Festival de Cannes. A partir de entonces es sustituido el sistema de animación de Pixar (“menv”) por uno nuevo llamado “Presto”.

Finalmente, en los últimos años Pixar bajo el dominio de Disney ha continuado su crecimiento con producciones como Coco o Los Increíbles 2.

De la misma manera que se ha hecho previamente con Disney, a continuación, se ha elaborado la matriz DAFO de Pixar.

**Figura 2: matriz DAFO de Pixar**

<p style="text-align: center;"><b>FACTORES INTERNOS</b></p> <p style="text-align: center;"><b>FORTALEZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Talento humano</li> <li>▪ Innovación y creatividad</li> <li>▪ Calidad en sus producciones</li> <li>▪ Estabilidad financiera</li> <li>▪ Producción de películas animadas por computadora</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>FACTORES EXTERNOS</b></p> <p style="text-align: center;"><b>OPORTUNIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reinventar la dirección del negocio</li> <li>▪ Expansión hacia nuevos segmentos y economías emergentes</li> <li>▪ Incorporación de lo último en tecnologías: realidad virtual</li> <li>▪ Formas de distribución innovadoras</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>DEBILIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fuente de ingresos dependiente del éxito en taquilla</li> <li>▪ Dificultad para la convergencia de contenido y tecnología</li> <li>▪ Elevados costes de producción</li> <li>▪ Solo una producción anual</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>AMENAZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nuevos competidores: bajas barreras de entrada</li> <li>▪ Industria de la piratería</li> <li>▪ Cambios regulatorios</li> <li>▪ Oscilaciones en tipo de cambio, tasa de interés o tasa de inflación</li> </ul>

**Fuente:** *elaboración propia*

## 5 Evaluación económico-financiera pre-adquisición

La finalidad de esta parte del trabajo es analizar los estados financieros de ambas compañías, más concretamente la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance de situación en los años anteriores a la operación: 2002, 2003, 2004 y 2005. Los datos han sido extraídos de las cuentas anuales de las empresas publicados en su página web (Disney) y en U.S. Exchange Commission (Pixar).

### 5.1 The Walt Disney Company

Disney tiene como fecha de cierre de ejercicio el último día laborable de septiembre o primeros de octubre.

En primer lugar, para obtener las principales conclusiones del balance de la empresa y facilitar el análisis se han extraído y resumido los datos más relevantes como se muestra a continuación del balance completo (anexo 2).

**Tabla 1: balance de situación de Disney (2002-2005)**

<i>Balance sheet (millions \$)</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Non-current assets	42.196	41.674	44.533	44.313
Current assets	6.610	6.731	7.327	7.122
Cash and equivalents	1.239	1.583	2.042	1.723
<b>Total assets</b>	<b>50.045</b>	<b>49.988</b>	<b>53.902</b>	<b>53.158</b>
Equity	23.445	23.791	26.081	26.210
Long-term debt	15.750	14.388	13.014	14.102
Short-term debt	1.663	2.457	4.093	2.310
Other liabilities	4.014	4.308	5.091	5.197
Account payables	5.173	5.044	5.623	5.339
<b>Shareholders' equity and liabilities</b>	<b>50.045</b>	<b>49.988</b>	<b>53.902</b>	<b>53.158</b>

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Disney

Del balance de situación se pueden destacar varios datos que coinciden con hechos relevantes de la empresa. En primer lugar, del año 2003 al 2004 el efectivo y equivalente aumentó en un 29% principalmente por un incremento en el efectivo procedente de actividades operativas y de actividades de inversión (parques temáticos, resorts u otros; fusiones y adquisiciones, desinversión en capex...).

En segundo lugar, el patrimonio neto ha aumentado considerablemente y Disney cuenta con una autocartera que ha crecido hasta alcanzar los 4.281 millones de dólares en 2005 lo que se explica por la política de dividendos de la compañía que reparte todos los años

desde 1995 y ha sido considerada como la mejor empresa americana en términos de reparto de dividendos.

Este creciente y continuo reparto de dividendos es posible precisamente por la sólida estructura de balance que tiene Disney, si observamos la parte del pasivo se ve que no está muy apalancada y la mayor parte de la deuda es a largo plazo por lo que cuenta con financiación interna suficiente para realizar todas sus actividades y operaciones. Robert A. Iger (2005) afirmaba que la posibilidad de aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado con éxito es gracias al mantenimiento de la estructura de balance de la firma.

**Tabla 2: cuenta de resultados de Disney (2002-2005)**

<i>Millions of dollars</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Revenues	25.329	27.061	30.752	31.944
<i>% of growth</i>		6,84%	13,64%	3,88%
Cost and expenses	-21.903	-23.271	-25.506	-26.509
<i>% sales</i>	86,47%	85,99%	82,94%	82,99%
Income of equity investments	225	334	372	483
<b>EBITDA</b>	<b>3.651</b>	<b>4.124</b>	<b>5.618</b>	<b>5.918</b>
<i>Margin</i>	14,4%	15,2%	18,3%	18,5%
Amortization and depreciation	-1.042	-1.077	-1.198	-1.328
Non-recurring costs (restructuring and impairment charges)	-	-16	-64	-32
<b>EBIT</b>	<b>2.609</b>	<b>3.031</b>	<b>4.356</b>	<b>4.558</b>
<i>Margin</i>	10,3%	11,2%	14,2%	14,3%
Extraordinary income	34	16	-	26
Ordinary result	2.643	3.047	4.356	4.584
Interest expense	-453	-793	-617	-597
<b>EBT</b>	<b>2.190</b>	<b>2.254</b>	<b>3.739</b>	<b>3.987</b>
<i>Margin</i>	8,6%	8,3%	12,2%	12,5%
Income tax	-853	-789	-1.197	-1.241
<b>Consolidated net income</b>	<b>1.337</b>	<b>1.465</b>	<b>2.542</b>	<b>2.746</b>
Minority interest	-101	-127	-197	-177
<b>Operating Net income</b>	<b>1.236</b>	<b>1.338</b>	<b>2.345</b>	<b>2.569</b>
Non-operating income	-	-	-	-
Cummulative effect of accounting change	-	-71	-	-36
<b>Net income</b>	<b>1.236</b>	<b>1.267</b>	<b>2.345</b>	<b>2.533</b>
<i>Margin</i>	4,9%	4,7%	7,6%	7,9%

Fuente: [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com), annual reports.

En segundo lugar, la evolución de la cuenta de resultados de la compañía muestra que las ganancias han continuado una tendencia creciente. Al inicio del ejercicio 2003 la compañía adoptó una nueva norma contable relativa a la forma de contabilizar los ingresos de elementos múltiples que afectó principalmente a los ingresos derivados de los

programas deportivos de ESPN y supuso un cargo de 71 millones lo que hizo que el beneficio sólo aumentase un 2,5%.

En el año 2004 el beneficio neto casi se duplicó respecto al año anterior con un crecimiento del 85%, lo que se explica principalmente por una notable mejora en los ingresos operativos en cada uno de los segmentos de negocio. Por otro lado, se produjo en el último trimestre una liquidación de emisiones de impuestos sobre la renta lo que benefició a la compañía.

Respecto al año 2005, las ganancias aumentaron en un 8% en comparación con el año previo. Durante este año se adoptaron diferentes nuevas Normas de Contabilidad Financiera relacionadas con los pagos basados en acciones, valoración de los activos intangibles del fondo de comercio y valoración de licencias. La mayor parte de estas ganancias se explican por el crecimiento y el incremento en los ingresos de los segmentos de red mediática, debido a un incremento en las tarifas de suscripción de la programación por cable y, de parques temáticos y resorts por un incremento en el número de visitantes.

Por último, los beneficios por acción también han incrementado. Todo ello refleja la capacidad y la estabilidad financiera de la empresa.

## 5.2 Pixar Animation Studios

De la misma manera que se ha hecho con Disney se van a analizar los estados financieros de Pixar resumiendo sus partidas más importantes. En este caso, la compañía cierra ejercicio el sábado más cercano al día 31 de diciembre siendo en el año 2003 el 3 de enero de 2004, en 2004 el 1 de enero de 2005 y en 2005 el 31 de diciembre.

**Tabla 3: balance de situación de Pixar (2002-2005)**

Balance sheet (millions \$)	2002	2003	2004	2005
Non-current assets	209,5	222,7	265,6	307,5
Current assets	478,1	730,0	980,7	1.175,9
Cash and equivalents	44,4	48,3	28,7	5,4
<b>Total assets</b>	<b>732</b>	<b>1.001</b>	<b>1.275</b>	<b>1.489</b>
Equity	713,1	940,5	1.220,10	1.442,00
Long-term debt	-	-	-	-
Short-term debt	9,3	13	27	14,9
Other liabilities	7,3	45,6	22,6	28,7
Accounts payable	2,3	1,8	5,4	3,2
<b>Shareholders' equity and liabilities</b>	<b>732</b>	<b>1.001</b>	<b>1.275</b>	<b>1.489</b>

Fuente: elaboración propia a partir de cuentas anuales

En este caso son dos los aspectos más relevantes de la estructura de balance de Pixar. Por una parte, el nivel de endeudamiento que tiene la empresa es mínimo no está apenas apalancada y toda su deuda es a corto plazo por lo que cuenta con recursos propios suficientes para hacer frente a sus inversiones y actividades (capacidad de solvencia). Además, desde 2004 cuentan con un plan equitativo que promueve una serie de incentivos como revalorización de acciones con la finalidad de mantener y motivar a empleados, accionistas o proveedores.

Por otra parte, la mayor parte del total de sus activos corresponden a inversiones en activos disponibles para la venta y efectivo y equivalentes lo que es un indicador clave de la capacidad de liquidez que tiene la compañía lo que aporta estabilidad financiera. Estas inversiones están compuestas por letras del tesoro americanas, obligaciones de la Agencia Federal y fondos del mercado monetario.

Finalmente hay que comentar que, del acuerdo firmado con Disney para la producción de varios largometrajes, Pixar aún seguía recibiendo compensaciones por la distribución y comercialización por parte de Disney de estas creaciones lo que se refleja en el balance (anexo 3).

**Tabla 4: cuenta de resultados de Pixar (2002-2005)**

<i>Income statement (millions \$)</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Revenues	201,724	262,5	273,5	289,1
<i>% of growth</i>		30,13%	4,19%	5,70%
Costs	-41,534	-38,06	-29,8	-39,4
<b>Gross Profit</b>	<b>160,19</b>	<b>224,44</b>	<b>243,7</b>	<b>249,7</b>
Operating expenses	19,5	30,5	34,9	34,3
Operating income	47,5	45,5	36,3	40,1
<b>EBITDA</b>	<b>188,2</b>	<b>239,4</b>	<b>245,1</b>	<b>255,5</b>
<i>Margin</i>	93%	91%	90%	88%
Amortization and depreciation	47,56	45,35	36,32	40,10
Other income	10,30	10,52	12,42	26,20
<b>EBIT</b>	<b>151,0</b>	<b>204,4</b>	<b>221,1</b>	<b>241,6</b>
<b>EBT</b>	<b>151,0</b>	<b>204,4</b>	<b>221,1</b>	<b>241,6</b>
<i>Margin</i>	75%	78%	81%	84%
Income tax expense	61,1	79,6	79,4	88,7
<b>Net income</b>	<b>89,95</b>	<b>124,76</b>	<b>141,72</b>	<b>152,9</b>
<i>Margin</i>	45%	48%	52%	53%
<b>Earnings per-share (diluted)</b>	<b>0,84</b>	<b>1,09</b>	<b>1,19</b>	<b>1,24</b>

Fuente: elaboración propia a partir de cuentas anuales

Relacionado con lo comentado anteriormente en el balance, prácticamente la totalidad de los ingresos de Pixar son fruto de la venta de sus películas de dibujos animados. Los ingresos representan en torno al 50% del beneficio neto en los tres años. Sin embargo, esto está muy limitado al éxito en taquilla de las mismas gracias a la distribución y comercialización. Es por ello, que el acuerdo con Disney benefició a la compañía y ha implicado un aumento de los ingresos de Pixar gracias a una mayor difusión y alcance, así como el reparto a partes iguales de los beneficios obtenidos de las películas conjuntas creadas.

Como se puede apreciar, los ingresos de la compañía evolucionaron de manera positiva en los años anteriores a la compra y de la misma manera las ganancias netas. Además, hay que comentar que analizando los datos el crecimiento es lento pero muy equitativo en todas las partidas de la cuenta de resultados lo que es señal de una empresa estable en términos financieros.

## **6 Análisis estratégico de la operación**

Tras estudiar de manera independiente ambas compañías se puede concluir que sus negocios son perfectamente complementarios a pesar de ser diferentes: Pixar enfocada exclusivamente en la producción cinematográfica por computadora y Disney más diversificada con oferta de distintos servicios ya explicados.

A pesar de que autores como Price (2008) consideraban que esta operación resultaría un fracaso y destruiría valor en lugar de crearlo, fue todo un éxito para ambas compañías convirtiéndose así en una de las operaciones de M&A más importantes en términos estratégicos.

Hay que destacar que uno de los elementos claves que fomentaron el éxito de la operación fue la estrecha y buena relación que mantenían ambas empresas desde años atrás debido a la colaboración conjunta para el desarrollo de determinados proyectos en numerosas ocasiones. Es más, gran parte de la plantilla de Pixar afirmaba que desde sus inicios fue Disney quien impulsó sus deseos de convertirse en animadores, creadores o cineastas ya que se inspiraban en esta compañía.

El primero de ellos, en 1991, consistió en la firma de un contrato para la realización conjunta de cinco largometrajes donde Disney actuaba como distribuidora y comercializadora mientras Pixar se encargaba de la parte creativa y de diseño de las historias que darían vida a estos largos. Esto supuso una primera relación beneficiosa para ambas partes ya que, por un lado, Disney se encontraba en un momento de debilidad financiera en el que necesitaba nuevas creaciones para hacer frente a los nuevos competidores que estaban entrando en el mercado como DreamWorks y, por otro lado, Pixar era todavía un gigante por descubrir (The Economist, 2006).

Además, tenían un contrato de distribución de películas conjunto que finalizaba justo en junio del año 2006. Sin embargo, la relación entre ambas compañías se rompió antes debido al desacuerdo de Pixar de un reparto de beneficios equitativo y al mal entendimiento que tenían Iger y Jobs.

El 24 de enero de 2006, Robert A. Iger, entonces CEO de Disney, anunció que se iba a llevar a cabo la adquisición de Pixar en los meses consecutivos con la finalidad de contribuir a la consecución de la estrategia de negocio de la empresa.

Según afirman los protagonistas de la operación en los informes relativos a las cuentas anuales, los principales motivos que justifican la realización de la adquisición fueron los siguientes<sup>7</sup>:

- A. Expansión global.** Con la integración de Pixar como filial de Disney se esperaba un mayor crecimiento del valor a largo plazo para el conjunto de la compañía y sus accionistas. Robert A. Iger (2005) afirmaba: *“The addition of Pixar significantly enhances Disney animation, which is a critical creative engine for driving growth across our businesses”*. Además, Pixar se beneficiaría del tamaño de Disney y del acceso a sus canales de distribución.
- B. Producciones de alta calidad.** Tras la adquisición, Disney mejoraría la calidad del contenido producido, uno de sus objetivos primordiales que se estaba perdiendo, gracias a la excelente profesionalidad y minuciosidad del equipo de Pixar quienes han creado algunas de las películas más innovadoras y exitosas.
- C. Ganar cuota de mercado.** Esta operación supondría una reducción de la competencia de Disney y le permitiría abarcar una mayor parte del mercado en el sector. Hay que destacar que Pixar entonces era el líder en producción de animación mediante ordenador y Disney estaba atrasada en ese aspecto.
- D. Incorporar las tecnologías vanguardistas.** El creciente desarrollo del entorno digital exige una rápida adaptación de lo último en tecnologías e innovación. Disney no contaba con los sistemas más avanzados y necesitaba nuevos proyectos para sobrevivir en la industria cinematográfica de animación por ordenador mientras que Pixar dominaba este campo. Así, Disney incrementaría su capacidad para aprovechar las creaciones de Pixar en videojuegos, televisión por cable o plataformas digitales.
- E. Combinación de recursos complementarios.** Mientras que Disney cuenta con una cartera de productos y servicios muy diversificados, Pixar tenía como negocio únicamente la producción de películas animadas. Con la integración en Disney las creaciones de Pixar se incluirían en el resto de los segmentos de negocio de la empresa adquiriente como juguetes, atracciones en los parques temáticos o multimedia ya que esta cuenta con los canales de distribución y comercialización

---

<sup>7</sup> Annual reports 2005-2006, [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com)

adecuados lo que supondría un ahorro en costes para Pixar y un beneficio para Disney.

**F. Creación de sinergias.** Como ya se ha comentado en el marco teórico del trabajo, cualquier operación de F&A tiene como principal objetivo la creación de valor, de sinergias. En este caso, las sinergias que se esperaban de esta operación eran un incremento de los ingresos mediante la adopción de la creatividad de Pixar ya que Disney se encontraba en los años previos en una situación de estancamiento en el crecimiento, un aumento de la productividad, incrementar la ventaja competitiva de innovación y avance tecnológico gracias a Steve Jobs (Apple), y la integración de ambas culturas organizacionales.

## 6.1 Estructura de la operación

El fuerte conocimiento de Disney y Pixar entre sí hizo que el proceso de la operación de adquisición fuese rápido y ágil y estuviese completado en apenas cinco meses. Son dos las fechas a destacar en este proceso: 24 de enero de 2006, día en que Robert. A Iger anunció la adquisición de la compañía líder en la producción de animación computacional y 5 de mayo de 2006, día en que se cerró la operación con la firma de la compra lo que convirtió a Pixar en una división de Disney.

**Tabla 5: resumen de la operación de adquisición**

Tipo de operación	Adquisición
Fecha de efectividad de la operación	5 de mayo de 2006
Empresa adquirente	The Walt Disney Company
Empresa adquirida	Pixar Animation Studios
Valor de la transacción	7.400 millones de \$. Emisión de 279 millones de títulos ordinarios de Disney
Prima pagada	3,8 %

Fuente: elaboración propia a partir de datos de [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com)

La adquisición se llevó a cabo 100% en acciones. Según lo acordado en el anuncio de la operación en enero, se intercambiarían 2,3 acciones ordinarias de Disney por cada una de Pixar lo que supondría una emisión de 279 millones de nuevas acciones ordinarias de

Disney. La compra ascendía a un valor de 7.400 millones de dólares basado en el precio de cierre de la acción de Disney en ese momento que era de 25,52. Descontando el efectivo e inversiones de Pixar por valor de aproximadamente 1.000 millones, resultó en 6.400 millones de dólares netos.

La capitalización bursátil de Disney el día previo al anuncio de la oferta era de casi 50.000 millones de dólares que ascendió a aproximadamente 54.000 millones el día previo al cierre de la operación.

Fueron numerosos los asesores que apoyaron a los directivos de las dos firmas durante todo el proceso de la operación destacando Bear Stearns y Goldman Sachs que colaboraron con Disney y Credit Suisse con Pixar.

Las juntas de accionistas de ambas empresas aprobaron la realización de la transacción y, posteriormente, debía ser autorizada y supervisada por los reguladores de las leyes de competencia antimonopolio, regulaciones relativas a fusiones y adquisiciones y otras condiciones de cierre de operaciones habituales.

Dicha operación supuso una integración de las culturas de ambas empresas y una reorganización de los altos cargos de la compañía. Ed. Catmull pasaba a convertirse en el presidente de los nuevos estudios de producción de animación de Disney y Pixar, reportando a Robert A. Iger. Junto a Catmull, John Lasseter, la figura más destacada en Pixar se convertía en director ejecutivo y asesor creativo de los estudios de animación y de la división Walt Disney Imagineering para diseñar nuevas atracciones para los parques temáticos. Finalmente, Steve Jobs presidente, CEO y accionista del 50,6% de Pixar pasó a formar parte de la Junta Directiva de Disney como mayor accionista individual con un 7%.

Acorde con el informe de la transacción<sup>8</sup>, el precio de compra se estipuló en base a los activos tangibles e intangibles y pasivos identificables de acuerdo con su valor razonable. Así, el fondo de comercio creado por la operación suponía para Disney asegurar los resultados económicos de las películas que produciría Pixar, adquirir una mano de obra profesional y exitosa, incrementar los resultados relativos a las películas de Disney y, beneficiarse de la propiedad intelectual de Pixar.

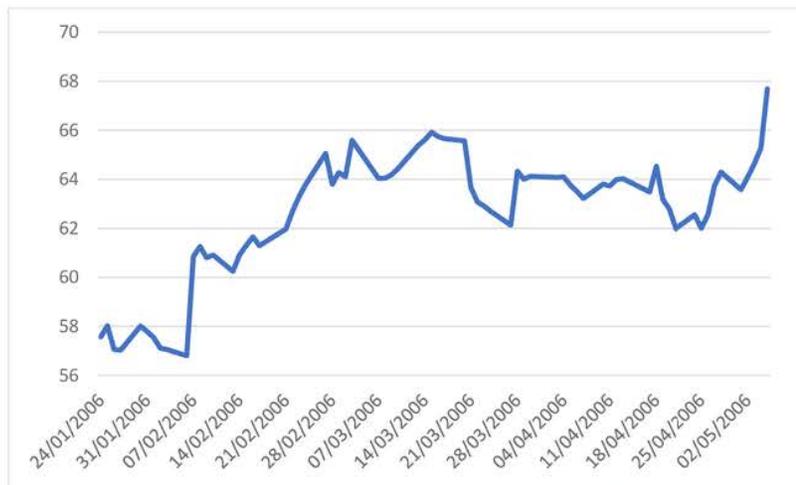
---

<sup>8</sup> [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com), annual report 2006: acquisition of Pixar

Así, se valoraron las acciones de Pixar a un precio de 59,78 dólares por acción lo que supuso una prima de aproximadamente el 3,8% ya que el valor real de mercado de estas era de 57,57 dólares. Sin embargo, la prima real a fecha de cierre de la operación debió ser ligeramente superior ya que durante esos meses el precio de la acción de Pixar aumentó como muestra el gráfico siguiente.

Esta prima se explica principalmente porque Disney valoró lo que supondría aportar una red de distribución a las películas de Pixar a través de tecnología innovadora y contar con el exitoso contenido cinematográfico de esta.

**Gráfico 5: evolución cotización Pixar desde el anuncio hasta el cierre de la operación**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de [www.investing.com](http://www.investing.com)

Para finalizar, Disney otorgó cierta independencia a Pixar desde el momento inicial de la adquisición, aunque se pretendiese integrar la cultura, forma de trabajar, ética, valores o creatividad de ambas compañías. Para ello, la ubicación geográfica de cada uno de los estudios de animación se mantuvo en las ubicaciones iniciales siendo el de Pixar en Emeryville y el de Disney en Burbank. Fueron los trabajadores los que, poco a poco, se integraron y se desplazaron de un estudio a otro con la finalidad de aumentar la productividad y compartir sus conocimientos y formación.

## **6.2 Operaciones similares realizadas por Disney**

Disney es una compañía que cuenta con una importante trayectoria y experiencia en alianzas estratégicas como fusiones y adquisiciones por lo que es interesante analizar algunas sus operaciones más importantes realizadas para poder anticipar el posible resultado de la adquisición de Pixar en términos estratégicos, financieros y de integración, entre otros.

En 1995 comenzó la era de las operaciones de F&A para la empresa con la fusión por absorción de Capital cities/ABC, entonces posicionada como una de las cadenas televisivas más destacadas de Estados Unidos y con mayor alcance de usuarios. Se convirtió así en una filial de Disney que fue renombrada a Disney-ABC Television Group.

El objetivo principal de Disney con esta operación era la expansión de su negocio adentrándose aún más en el mundo de la comunicación y entretenimiento a través de la televisión por cable, ya que en ese momento únicamente contaba con un canal televisivo (Disney Channel) en EE. UU. y quería internacionalizar el negocio y conseguir así un nivel de audiencia mundial.

La operación se completó a principios de 1996 y Disney pagó por la empresa objetivo un precio de 19.000 millones de dólares. Además, la transacción se realizó combinada en efectivo y en acciones (60% efectivo) de manera que los accionistas de Capital Cities recibían una acción de Disney y 65 dólares por cada título de la compañía. Se pagó, además, una prima del 27%.

Esta se convirtió en la segunda mayor fusión y más importante en la historia financiera de los Estados Unidos ya que supuso un aumento de los ingresos de Disney al año siguiente de aproximadamente un 50%, lo que le permitió recuperar lo que había pagado por la operación. Además, se produjo un importante incremento en las acciones de ambas compañías en el momento del anuncio de la operación aumentando en el caso de Disney en un 2,40% y en el caso de ABC en un 21,5% lo que afectó también al precio de las acciones de otras empresas del sector.

Por otro lado, más recientemente en 2009 Disney adquirió Marvel, empresa líder en sus inicios en la edición de comics y cine cuyos personajes principales son superhéroes. Una vez más, se trató de una estrategia de la compañía de crecimiento de su negocio, en este caso, hacia un segmento demográfico de clientela de mayor edad y género masculino.

Como afirmaba Robert. A Iger<sup>9</sup>: *“in pursuing our expansion strategy, we have also focused on how to confront challenges to our media businesses brought about by advances in technology, the abundance of choice and changing consumer preference”*. Esta operación posee muchos elementos en común con la de Pixar, realizada tres años antes, ya que el objetivo primordial de Disney con estas adquisiciones era integrar a los excelentes equipos de profesionales de ambos estudios cuyas creaciones habían sido tan exitosas para el público en momentos en los que Disney se encontraba estancado en términos de crecimiento de beneficios o, incluso había sufrido una caída en los mismos como ocurrió en 2008 como consecuencia de la crisis.

La compra de Marvel fue una transacción realizada en acciones y efectivo por un valor total de 4.200 millones de dólares. Los accionistas de Marvel recibieron 30 dólares y 0,4752 acciones de Disney por cada una de sus acciones, es decir, Disney pagó 2.400 millones de dólares en efectivo y distribuyó aproximadamente 59 millones de acciones valoradas a un precio de 32,35 dólares (The Walt Disney Company, 2009).

En este caso, la prima pagada fue del 29% ya que se valoró cada acción de Marvel a un precio de 50 dólares mientras que su valor real en el mercado era de 38,65.

Así, comparando estas dos operaciones con la de adquirir Pixar se aprecia que hay gran diferencia en las primas pagadas en cada una de ellas siendo la prima en el caso de Pixar la más reducida.

Por tanto, la aventajada experiencia de Disney en el campo de las fusiones y adquisiciones muestra la capacidad de la empresa para establecer estratégicamente las sinergias esperadas y conocer qué factores son necesarios para el éxito de estas operaciones posicionándose así como una de las compañías con más poder de negociación en la industria de medios y entretenimiento.

---

<sup>9</sup> Annual Financial Report and Shareholder Letter (2009). [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com)

## **7 Evaluación de la operación: análisis post-adquisición**

Toda operación de fusión o adquisición comparte una serie de elementos comunes indicadores del éxito de esta. Es necesario, por tanto, analizar cómo ha afectado esta operación a Disney desde que se realizó hasta la actualidad, qué ha supuesto para la empresa, si se consiguieron las expectativas esperadas y qué factores fueron clave para alcanzar tal nivel de satisfacción y éxito.

Esta operación es una de las operaciones de referencia en el mundo de las F&A en cuanto a éxito y creación de sinergias se refiere ya que, como ya se ha comentado, la mayoría de los analistas y expertos consideraban que destruiría valor para la empresa y sería un fracaso.

Dos eran los principales argumentos que sostenían estas opiniones. En primer lugar, la gran diferencia en la cultura organizacional de las compañías apuntaba a la posibilidad de un choque cultural: Disney, se caracterizaba por una estructura más jerárquica con clara distinción entre los diferentes cargos mientras que Pixar contaba con una estructura individualizada e independiente donde destacaba el excelente trato a los empleados a través de la motivación e integración en el desarrollo de nuevas ideas (Zaheer et al., 2003).

Además, sus intereses principales diferían ligeramente ya que Disney se centraba en la rentabilidad y Pixar en ofrecer unas producciones de animación por ordenador de la máxima calidad posible sin importar tanto la rentabilidad por lo que solo producía una película al año.

En segundo lugar, durante las negociaciones de la operación, Pixar estableció una serie de condiciones para aceptar la venta para asegurar la cultura creativa de Pixar y la protección de los empleados. La preocupación era que Disney no respetase dicha condición e impusiese su normativa y realizase cambios en la forma de trabajar en el estudio de Pixar, lo que podría dar lugar al abandono de gran parte de la plantilla ante la nueva situación (Schweiger & Delvis, 1991). La consecuencia de ello sería una pérdida de valor para Disney porque la clave del éxito de Pixar alberga en la profesionalidad y el talento de su equipo.

Sin embargo, a pesar de que Robert A. Iger y el equipo directivo de Disney consideraron que sería un acierto adquirir Pixar desde que se anunció la operación, los resultados fueron

muy satisfactorios, sorprendentes y aumentaron el atractivo de la industria de entretenimiento y medios.

El año previo a la compra, el precio de las acciones de Disney y sus ingresos operativos del segmento de estudios de animación se habían estancado (disminuyeron un 68% en 2005 respecto al año anterior) ante la decadencia y agotamiento de la originalidad para producir películas animadas. Por lo tanto, se necesitaba el apoyo de una empresa como Pixar especialista y exitosa en su trayectoria en este ámbito para mantener su ventaja competitiva.

La incorporación de Pixar como división implicó según confirmó el CEO de Disney (A. Iger, 2006) al cierre del ejercicio 2006 una mejora en la posición del grupo como líder a nivel mundial en entretenimiento familiar de alta calidad. Los beneficios y los flujos de caja de ese mismo año y de los años consecutivos alcanzaron niveles máximos históricos para la firma aumentando el año de la adquisición un 10% y un 40% respectivamente, respecto al año 2005.

Desde entonces, la unión de ambas empresas creando Disney-Pixar ha dado lugar a la producción de más de doce películas de dibujos animados con unos ingresos medios por película de más de 700 mil millones de dólares como se aprecia a continuación, lo que supera ampliamente las producciones anteriores de los acuerdos conjuntos iniciados en 1991 que no alcanzaron los 400 mil millones de dólares en promedio.

**Tabla 6: ingresos en taquilla de las producciones Disney-Pixar (dólares)**

AÑO	PRODUCCIÓN	INGRESOS EN TAQUILLA
2006	Cars	462.216.280
2007	Ratatouille	620.702.951
2008	Wall-E	533.281.433
2009	Up	735.099.082
2010	Toy Story 3	1.066.969.703
2011	Cars 2	562.110.557
2012	Brave	540.437.063
2013	Monstruos Univeristy	744.229.437
2015	Del revés	857.611.174
2016	Buscando a Dory	1.028.570.889
2017	Coco	807.053.811
2018	Los increíbles 2	1.242.513.600

Fuente: elaboración propia a partir de datos de [www.thewaltdisney.com](http://www.thewaltdisney.com)

Los inversores se centraron más en el impacto a largo plazo de la adquisición y en su capacidad de crear retornos y valor en el futuro lo que se ha conseguido de manera satisfactoria si observamos los resultados de las últimas producciones conjuntas.

Asimismo, el empuje creativo de Pixar se ha visto reflejado en todas las líneas de negocio de la firma ya que sus fabulosas historias y famosos personajes han sido trasladados a los parques temáticos y resorts y ha sido capaz de capitalizar el desarrollo de videojuegos, mercancías y productos de consumo basados en los personajes incrementando así los ingresos de todos los segmentos operativos (The Walt Disney Company, 2006).

Igualmente, la adquisición del conocimiento y aprendizaje del talento de Pixar permitió a Disney alcanzar economías de escala mediante el aprendizaje gracias a la integración de sus trabajadores y activos especializados en la producción de animación por ordenador. En 2007 los costes de producción se redujeron en un 8% respecto al año anterior impulsado también por la eficiencia tecnológica de Pixar en su estudio.

Por lo tanto, las sinergias financieras fueron conseguidas con éxito, pero todo ello gracias a la mayor sinergia de esta operación que fue la integración de la cultura de ambas organizaciones a través de la correcta gestión de la independencia empresarial por parte de Disney. Desde el principio supieron aprovechar al máximo aquello que podían aportarse mutuamente y trabajar de la manera más eficiente posible centrándose cada estudio en las actividades en las que siempre habían destacado. Así, Pixar en la creación y producción de películas de animación por computadora a bajo coste en periodos de tiempo reducidos y Disney en la comercialización y distribución de esos largometrajes de calidad, pero todo ello como una sola empresa.

Para ello, recalcar como aspecto positivo la decisión de mantener los estudios separados en las ubicaciones donde se encontraban inicialmente lo que ha permitido mantener los empleados y las formas de trabajo tradicionales de cada estudio, explotando al máximo la productividad de sus trabajadores sin perder la esencia que ha llevado al éxito a cada uno de ellos. En consecuencia, Disney ha adquirido las fortalezas de Pixar para mejorar su capacidad creativa y reiniciarse en el éxito de las producciones de animación.

Por otro lado, Disney se benefició de la avanzada e innovadora tecnología de Pixar que era otra de las estrategias de negocio de la compañía en una época en la que los avances tecnológicos son determinantes en un sector como es en el que opera la compañía para continuar liderando la primera posición. El atraso en la tecnología era otro de los

elementos que había estancado a la gran firma en la industria del cine ya que las técnicas de dibujo a mano estaban quedando atrás.

Desde entonces cuenta no solo con lo último en tecnología de la mano de Steve Jobs (Apple) sino con la presencia de su figura en el equipo directivo lo que le ha abierto oportunidades comerciales en nuevos mercados de medios y entretenimiento mediante acuerdos con el gigante de la tecnología como es el relativo a la distribución de sus películas mediante la plataforma on-line “iTunes”<sup>10</sup> o producciones cinematográficas con la última tecnología 3D. Además, este acercamiento al adquirir Pixar le abrió puertas a continuar expandiendo su negocio con alianzas estratégicas con los grandes tecnológicos y, en 2014, consiguió que Apple y Google realizasen un intercambio de derechos a favor del usuario para que el contenido de Disney comprado en una plataforma pudiese verse también en la otra sin cargos adicionales para el cliente.

Por otra parte, la integración de ambas compañías benefició a Disney en su constante esfuerzo por desarrollar y crecer en los mercados internacionales y economías emergentes para adquirir nuevos seguidores en todo el mundo. Durante los años posteriores a la adquisición, la división Walt Disney International trabajó fuertemente por internacionalizar los personajes e historias de Pixar de la misma manera que el resto de sus marcas, lo que le permitió acelerar el crecimiento en los mercados emergentes de China, India, Rusia, Corea del Sur y América Latina.

Muestra de ello, fueron los numerosos premios y reconocimientos a nivel mundial que han recibido las producciones Disney-Pixar por la calidad, minuciosidad y perfección en sus creaciones. La mayor parte de ellos procedentes de la Academia de las Artes y las Ciencias Cinematográficas.

Finalmente, la trayectoria de Disney en la realización de F&A ha sido determinante para ganar cuota de mercado en la industria de entretenimiento y medios haciéndose con parte o la totalidad de muchos de sus fuertes competidores. Así, esta adquisición le permitió deshacerse de su principal rival en la producción por animación.

---

<sup>10</sup> Reproductor de medios y tienda de contenido multimedia creado por Apple

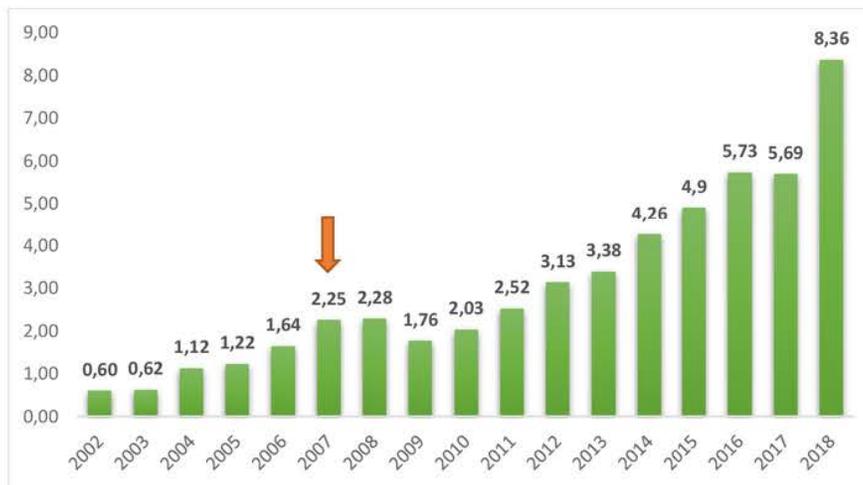
## 7.1 Efecto en el BPA y en la cotización de las acciones

Tras evaluar los resultados del caso comentados en el apartado anterior se ha realizado un análisis de la evolución del beneficio por acción (BPA) y de la cotización de las acciones de Disney desde el año de la adquisición basado en los datos de las cuentas anuales de la compañía.

En primer lugar, el BPA indica cuán rentable está siendo la empresa por acción, esto es, qué beneficio reciben los accionistas por ser propietarios de una determinada cantidad de acciones. En el caso de Disney se ha seleccionado el BPA diluido ya que la empresa cuenta con activos dilutivos.

En el gráfico adjunto, se refleja la evolución desde el año 2002 hasta el pasado año y, como se aprecia, en el año 2007 tras la compra de Pixar se produjo un incremento notable del BPA de aproximadamente un 37%. Esta tendencia creciente se ha mantenido hasta la actualidad exceptuando el año 2009 que, debido a la crisis, se produjo una reducción en los beneficios de la compañía.

**Gráfico 6: evolución del BPA diluido de Disney (2002-2018)**



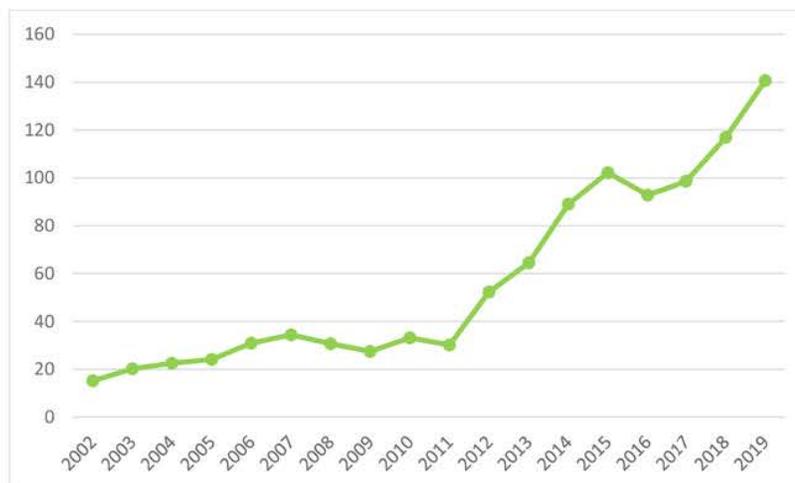
Fuente: elaboración propia a partir de datos de [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com)

Sin embargo, la ampliación de capital que realizó la empresa para financiar la operación con la emisión de 279 millones de acciones nuevas apuntaba indicios de una disminución en el BPA por un efecto dilución a corto plazo que finalmente resultó aditivo.

Por ello, se puede afirmar que el gigante Disney consiguió la creación de valor esperada con la adquisición del pequeño estudio cinematográfico de Pixar y que, tras la operación se han aprovechado las sinergias obtenidas. Además, la evolución muestra un crecimiento anual del BPA lo que es, una vez más, un buen indicador de una empresa muy sólida y estable en el tiempo y, por tanto, de su capacidad para continuar creando valor y conseguir el éxito en las operaciones de F&A realizadas.

En segundo lugar, se ha analizado la evolución del precio de las acciones de Disney antes y después de la operación.

**Gráfico 7: evolución cotización de Disney (2002-2018)**



**Fuente:** elaboración propia a partir de datos de la web [www.investing.com](http://www.investing.com)

La evolución de la cotización de las acciones de la compañía a lo largo del periodo de estudio ha seguido una tendencia alcista y bastante estable, experimentado algunas caídas como en 2008 y 2009 debido a la crisis. No obstante, rápidamente se recuperó de la inestabilidad financiera y económica del momento y, sus acciones alcanzaron los máximos históricos el pasado año aumentando su valor por nueve en dieciséis años y, así, su capitalización bursátil asciende a 254 mil millones de dólares actualmente, variable que también ha incrementado tras la operación notablemente lo que indica que la empresa está en continuo crecimiento.

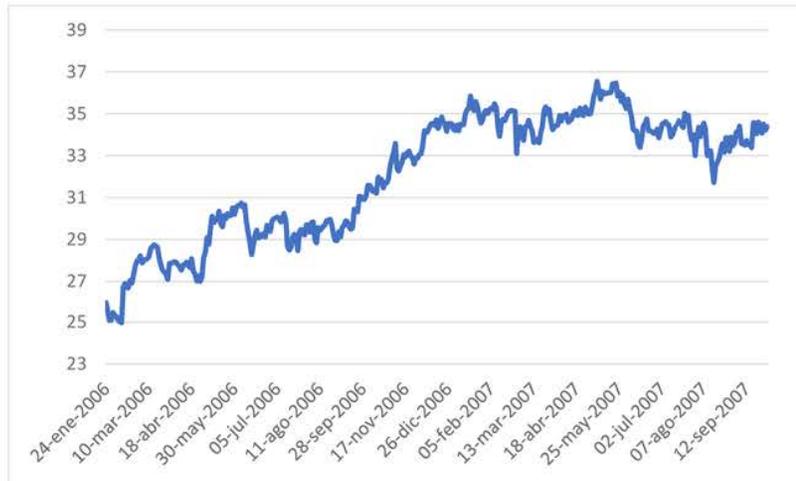
**Gráfico 8: evolución de la capitalización bursátil de Disney (2006-2018)**



Fuente: [www.macrotrends.com](http://www.macrotrends.com)

Tras evaluar la evolución de los datos relativos al precio de la acción de Disney se confirma de nuevo el éxito que tuvo la operación. Las semanas previas a que Robert. A Iger anunciase la apertura del proceso de adquisición de Pixar, las acciones de la compañía adquirente oscilaban sobre los 25 dólares y, aunque tras el anuncio se produjo una ligera reducción como suele ocurrir en la mayoría de las operaciones de F&A, el día que se cerró la compra alcanzaron un precio de 30 dólares por acción llegando a cerrar el año fiscal del 2007 en un valor de 34,39 dólares como se aprecia más detalladamente en el gráfico siguiente y estabilizándose en torno a un precio de 33 dólares.

**Gráfico 9: evolución precio de la acción de Disney (24/01/2006-28/09/2007)**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de [www.investing.com](http://www.investing.com)

En conclusión, la evaluación del caso muestra que la operación fue todo un éxito y los resultados fueron beneficiosos para las dos empresas: Disney volvió a brillar en las pantallas por aquello que le había hecho famoso en sus inicios, las películas animadas, lo que le ha permitido mantener su ventaja competitiva mientras que Pixar se aprovechó de la red de distribución y comercialización de la gran compañía, el acceso a nuevos segmentos y el privilegio de convertirse en filial de la mayor empresa de entretenimiento.

## 7.2 Elementos determinantes en el éxito de la adquisición

La unión Disney-Pixar fue considerada por muchos analistas como una adquisición estratégica perfecta por parte de Disney (Barnes, 2008). La clave del éxito se encuentra en una serie de factores que considero de vital importancia comentar porque pueden resultar de gran utilidad y ejemplo para el éxito de cualquier operación de F&A.

La dirección de Disney desarrolló las condiciones necesarias para una adquisición exitosa basada en la integración cultural que se enumeran a continuación.

En primer lugar, la **alianza estratégica pasada** que habían mantenido ambas empresas fue un aspecto muy positivo a pesar de que la relación entre Steve Jobs y Michael Eisner, entonces CEO de Disney, terminó en una falta de confianza por parte de Pixar como resultado de los diversos problemas en cuanto a reparto de beneficios.

Sin embargo, la llegada de la figura de Iger fue decisiva ya que supo ver el potencial que había aportado a Disney la asociación con Pixar y, antes de que finalizase el contrato acordado, elaboró el plan de adquisición para acabar con las diferencias existentes y poder seguir contando con la grandeza de esta empresa en el momento más adecuado y necesario.

En segundo lugar, Disney realizó una **valoración apropiada de la empresa objetivo** que, aunque parecía ser un precio muy alto a pagar para los inversores en un momento en el que sus beneficios ascendían a los 2.533 millones de dólares, fue el indicado ya que debía ser lo suficientemente alto para que Pixar aceptase la venta y, además, debía reflejar el valor creativo e innovador de Pixar lo que se manifestó en la prima pagada. Por esta razón, las negociaciones entre las dos empresas fueron muy rápidas y en tan solo tres meses la operación se cerró.

En tercer lugar, el nuevo equipo directivo de Disney-Pixar incluía y mantenía a los altos cargos de Pixar (Steve Jobs, Ed. Catmull y John Lasseter) lo que fue vital para impulsar el crecimiento de la compañía y recuperar la confianza perdida de Pixar y evitaba la pérdida de control total de Pixar por sus directivos. Así, la **integración de los miembros de ambos equipos directivos** desde el cierre de la operación estableció un claro liderazgo orientado a introducir el cambio hacia los nuevos objetivos e ideas conjuntas.

En relación con ello, el nuevo comité directivo demostró la capacidad de trabajar de forma conjunta y transparente estableciendo así una nueva visión para la empresa y los empleados con el objetivo de crear las mejores películas de animación. Para ello, elaboraron las pautas y estrategias adecuadas para que los empleados de Pixar siguiesen manteniendo sus puestos sin necesidad de firmar nuevos contratos, pero mezcló al personal de animación de ambas compañías para aprovechar la adquisición de talento cualificado.

En definitiva, confiaban en el buen funcionamiento de cada empresa por separado para alcanzar el máximo crecimiento de ambas como una única compañía. Según John Kotter (2012), la clave es que el equipo estaba formado por profesionales con poder posicional, experiencia, credibilidad y habilidades de liderazgo lo que conforma el primer paso para poder dirigir el cambio hacia nuevos objetivos en operaciones de F&A.

Por otro lado, el **conocimiento de Robert A. Iger** y la experimentada trayectoria de Disney en este tipo de operaciones evitó caer en errores pasados y tener en cuenta el aprendizaje de operaciones anteriores. De esta manera, se mantuvo una política adecuada de comunicación fundamental para el triunfo como afirma Agarwal et al. (2012), no solo entre los miembros de la dirección sino también se informaba a todos los miembros de la compañía sobre la nueva situación tratando de favorecer la integración post-adquisición.

A ello se puede añadir la **velocidad de la integración**, otra de las variables claves para el éxito que ha de darse en el tiempo necesario, respetando y evaluando todos los movimientos para que esta sea satisfactoria (Barros, 2012; A Iger, 2006). En el caso analizado esta fue bastante sencilla, fluida y rápida.

Cabe resaltar también la adopción de la **nueva perspectiva de marca** que estaba condicionada por la petición de Steve Jobs de conservar la marca Pixar. Disney ha mantenido hasta la actualidad y ha gestionado correctamente la marca Disney-Pixar de manera que han coexistido de manera conjunta sin que se produjese un efecto canibalización.

Por último, como ya se ha comentado Disney desde el anuncio de la adquisición se centró en el **beneficio y rentabilidad a largo plazo** de integrar Pixar como filial lo que es interesante para conseguir no solo la creación de valor en los años inmediatamente posteriores a la fecha de la operación sino una serie de sinergias que hoy en día se siguen

aprovechando y obteniendo. Por tanto, a la hora de valorar la empresa objetivo para una fusión o adquisición es necesario tener en cuenta el valor a largo plazo.

## **8 Conclusión**

El objetivo de este trabajo era responder a la pregunta de qué sinergias se crearon con la adquisición de Pixar y qué factores determinaron el éxito de la operación para poder extrapolarlos a otras actividades corporativas similares.

En base a los resultados obtenidos de la realización del proyecto se observa que existe una relación positiva entre una serie de variables determinantes y el grado de éxito de una fusión o adquisición a pesar de que haya factores externos e incontrolables que no dependen de las empresas en cuestión.

La explicación de estos resultados se encuentra principalmente en la capacidad de integrar las culturas organizacionales de las empresas intervinientes en la operación, aspecto que en el caso Disney-Pixar se superó con satisfacción. Esto fue posible gracias a la experiencia y buena práctica de sus equipos directivos que se unieron y lideraron la nueva marca estableciendo una nueva visión conjunta del negocio y de los objetivos.

Las relaciones estratégicas previas, el buen conocimiento de la empresa objetivo y su funcionamiento y organización interna, así como una correcta política de comunicación y trato a los empleados también favorecen la integración tras la adquisición.

Todo ello permitió la creación de valor para Disney y la consecución de los objetivos financieros y económicos de manera que se incrementaron sus ingresos, su beneficio por acción aumentó para años más tarde estabilizarse, se alcanzaron economías de escala, se internacionalizó la marca Pixar y se adoptaron las tecnologías más innovadoras y creativas de Pixar.

Las sinergias son así la principal razón de cualquier compañía para realizar operaciones de F&A, pero la consecución de estas depende fuertemente de elementos estratégicos como los comentados a lo largo de todo el trabajo. Por tanto, las empresas han de realizar un estudio previo de la empresa objetivo acompañado de una correcta valoración poniendo especial atención en que los recursos de ambas sean complementarios, la empresa no tenga un elevado nivel de deuda y el precio ofertado y la prima reflejen de manera objetiva el potencial de la empresa.

Respecto a las limitaciones encontradas a lo largo de la elaboración del trabajo mencionar la complejidad del negocio de Disney más allá de lo que parece a primera vista y por lo que conocemos la gran mayoría a la empresa, así como la escasez de información sobre la operación.

La investigación realizada podría continuar en un futuro realizando un estudio basado en hipótesis sobre cómo sería la situación si no se hubiese producido la adquisición y ambas empresas hubiesen continuado por separado. Además, sería de interés llevar a cabo una comparación exhaustiva de las fusiones y adquisiciones que ha realizado Disney hasta la actualidad para poder extraer los factores comunes y las diferencias de todas ellas.

Así, se podría evaluar si en todas estas ha seguido los mismos pasos y procedimientos y concluir con mayor seguridad si la estrategia utilizada en este caso es lo que le ha permitido ser una de las empresas con mayor poder negociador.

En resumen, la evaluación del caso permite concluir que la operación de Disney de adquirir Pixar fue exitosa y permitió a la compañía alcanzar las sinergias esperadas y la razón de ello se encuentra no solo en la importancia de realizar adecuadamente los pasos previos a la operación sino también en saber mantener las condiciones iniciales a lo largo del tiempo.

## 9 Bibliografía

- Agarwal, R., Anand, J., y Crosson, R. (2012). Spillovers across organizational architectures: the role of prior resource allocation and communication in post-acquisition coordination outcomes. *Strategic Management Journal*, (6), pp. 710-733.
- Aggarwal, R., y Samwick, A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *Journal of Finance* 58 (1), febrero, pp. 71-118.
- Damodaran, A. (2002). Investment valuation. John Willey. Nueva York (2 ed).
- Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de empresas. IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Graham, J., Lemman M., y Wolf, J. (2003). Does Corporate diversification destroy value? *Journal of Finance*, 57 (2), pp. 695-720.
- Hernández Barros, R. (2012). Operaciones de Integración en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas. *Análisis Financiero-Instituto Español de Analistas Financieros*, vol. 119, pp. 6-14.
- Jovanic, B., y Rosseau, P. (2002). Mergers and reallocation. *NBER Working Paper*, Oct.
- Kotter, J.P. (2012). Leading Change. *Harvard Business Review*. Boston.
- Mascareñas, J. (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas.
- McCan, J.E., y Gilkey, R. (1990). Fusiones y adquisiciones de empresas. Ed. Díaz de Santos. Pp. 25-31.
- Melle, M. (2001). Características diferenciales de la financiación entre las pymes y las grandes empresas: asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento. *Papeles de Economía Española* 89/90, pp. 140-166.
- Palacín, M<sup>a</sup>.J. (1997). El mercado de control de empresas: el caso español. *Ariel*. Barcelona.
- Parrino, L., College, B., y Harris, R. (1999). Takeovers, management replacement and post-acquisition operating performance: evidence from the 1980. *Journal of the Applied Corporate Finance* (11), pp. 179-192.

- Pepall, L., Richards, D., y Norman, G. (). Industrial organization: Contemporary Theory & Practice, pp. 387.
- Pérez, N., y López, I. (2016). Operaciones de M&A: fases y principales componentes. *Revista Española de Capital Riesgo* (1), pp. 37-50.
- Price, D.A. (2008). The making of a company. *Knopf publishing group* (1º ed).
- PwC España (2018). Global Entertainment & Media Outlook (2018-2022). Disponible en: [www.pwc.com/outlook](http://www.pwc.com/outlook).
- Rappaport, A. (1998). La creación de valor para el accionista. Deusto. Bilbao.
- Ross, S., Westerfield, R., y Jaffe, J. (2012). Finanzas Corporativas (9º ed). McGraw Hill Companies. México.
- Schweiger, D., y DeNisi, A. (1991). Communication with employees following a merger: a longitudinal field experiment. *Academy of management journal* (34), pp. 10-35.
- Tamayo, P.M., y Piñeros, J.D. (2007). Formas de integración de las empresas. *Ecos de Economía*, No. 24. Medellín, pp. 28-45.
- The New York Times (2006). Disney agree to acquire Pixar in a 7,4 billion deal. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2006/01/25/business/disney-agrees-to-acquire-pixar-in-a-74-billion-deal.html>
- U.S. Security Exchange Commission (2002). By Pixar Animation Studios for the Fiscal Years 2003, 2004, 2005, 2006.
- Zaheer, S., Schomaker, M., y Genc, M. (2003). Identity versus Culture in Mergers of Equals. *European Management Journal*, 21 (2), pp. 185-191.
- The Walt Disney Company (2002-2018). Annual Reports. Disponible en: [www.thewaltdisneycompany.com](http://www.thewaltdisneycompany.com)
- [www.pixar.com](http://www.pixar.com)
- [www.investing.com](http://www.investing.com)

## 10 Anexos

### Anexo 1: cuenta de resultados de Disney pre y post adquisición

<i>Millions of dollars</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Revenues	25.329	27.061	30.752	31.944	34.285	35.510	37.843	36.149
<i>% of growth</i>		6,84%	13,64%	3,88%	7,33%	3,57%	6,57%	-4,48%
Cost and expenses	-21.903	-23.271	-25.506	-26.509	-27.390	-27.270	-28.912	-28.872
<i>% sales</i>	86,47%	85,99%	82,94%	82,99%	79,89%	76,80%	76,40%	79,87%
Income of equity investments	225	334	372	483	473	485	581	577
<b>EBITDA</b>	<b>3.651</b>	<b>4.124</b>	<b>5.618</b>	<b>5.918</b>	<b>7.368</b>	<b>8.725</b>	<b>9.512</b>	<b>7.854</b>
<i>Margin</i>	14,4%	15,2%	18,3%	18,5%	21,5%	24,6%	25,1%	21,7%
Amortization and depreciation	-1.042	-1.077	-1.198	-1.328	-1.417	-1.459	-1.527	-1.580
Non-recurring costs (restructuring and impairment charges)	-	-16	-64	-32	18	-	-	-492
<b>EBIT</b>	<b>2.609</b>	<b>3.031</b>	<b>4.356</b>	<b>4.558</b>	<b>5.969</b>	<b>7.266</b>	<b>7.985</b>	<b>5.782</b>
<i>Margin</i>	10,3%	11,2%	14,2%	14,3%	17,4%	20,5%	21,1%	16,0%
Extraordinary income	34	16	-	26	70	1.052	-59	342
Ordinary result	2.643	3.047	4.356	4.584	6.039	8.318	7.926	6.124
Interest expense	-453	-793	-617	-597	-592	-593	-524	-466
<b>EBT</b>	<b>2.190</b>	<b>2.254</b>	<b>3.739</b>	<b>3.987</b>	<b>5.447</b>	<b>7.725</b>	<b>7.402</b>	<b>5.658</b>
<i>Margin</i>	8,6%	8,3%	12,2%	12,5%	15,9%	21,8%	19,6%	15,7%
Income tax	-853	-789	-1.197	-1.241	-1.890	-2.874	-2.673	-2.049
<b>Consolidated net income</b>	<b>1.337</b>	<b>1.465</b>	<b>2.542</b>	<b>2.746</b>	<b>3.557</b>	<b>4.851</b>	<b>4.729</b>	<b>3.609</b>
Minority interest	-101	-127	-197	-177	-183	-177	-302	-302
<b>Operating Net income</b>	<b>1.236</b>	<b>1.338</b>	<b>2.345</b>	<b>2.569</b>	<b>3.374</b>	<b>4.674</b>	<b>4.427</b>	<b>3.307</b>
Non-operating income	-	-	-	-	-	13	-	-
Cummulative effect of accounting change	-	-71	-	-36	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>1.236</b>	<b>1.267</b>	<b>2.345</b>	<b>2.533</b>	<b>3.374</b>	<b>4.687</b>	<b>4.427</b>	<b>3.307</b>
<i>Margin</i>	4,9%	4,7%	7,6%	7,9%	9,8%	13,2%	11,7%	9,1%

## Anexo 2: balance de situación de Disney

<i>(In millions \$)</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Assets</b>				
Cash and cash equivalents	1.239	1.583	2.042	1.723
Receivables	4.049	4.238	4.558	4.585
Inventories	697	703	775	626
Television costs	661	568	484	510
Deferred income tax	624	674	772	749
Other current assets	579	548	738	652
<b>Total current assets</b>	<b>7.849</b>	<b>8.314</b>	<b>9.369</b>	<b>8.845</b>
Film and TV costs	5.959	6.205	5.938	5.427
Investments	1.810	1.849	1.292	1.226
Parks, resorts and other property				
Attractions, buildings and equipment	18.917	19.499	25.168	27.570
Accumulated depreciation	-8.133	-8.794	-11.665	-12.605
	<b>10.784</b>	<b>10.705</b>	<b>13.503</b>	<b>14.965</b>
Projects in progress	1.148	1.076	1.852	874
Land	848	897	1.127	1.129
	<b>12.780</b>	<b>12.678</b>	<b>16.482</b>	<b>16.968</b>
Intangible assets	2.776	2.786	2.815	2.731
Goodwill	17.083	16.966	16.966	16.974
Other assets	1.788	1.190	1.040	987
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>50.045</b>	<b>49.988</b>	<b>53.902</b>	<b>53.158</b>
<b>Liabilities</b>				
Current liabilities				
Accounts payable and other accrued liabilities	5.173	5.044	5.623	5.339
Current portion of borrowings	1.663	2.457	4.093	2.310
Unearned royalties and other advances	983	1.168	1.343	1.519
<b>Total current liabilities</b>	<b>7.819</b>	<b>8.669</b>	<b>11.059</b>	<b>9.168</b>
Borrowings	12.467	10.643	9.395	10.157
Deferred income taxes	2.597	2.712	2.950	2.430
Other long-term liabilities	3.283	3.745	3.619	3.945
Minority interests	434	428	798	1.248
Commitments and contingencies	-	-	-	-
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>26.600</b>	<b>26.197</b>	<b>27.821</b>	<b>26.948</b>
<b>Shareholders' equity</b>				
Capital	12.107	12.154	12.447	13.288
Retained earnings	12.979	13.817	15.732	17.775
Accumulated other comprehensive loss	-85	-653	-236	-572
Treasury stock	-1.556	-1.527	-1.862	-4.281
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>23.445</b>	<b>23.791</b>	<b>26.081</b>	<b>26.210</b>
<b>TOTAL EQUITY+LIABILITIES</b>	<b>50.045</b>	<b>49.988</b>	<b>53.902</b>	<b>53.158</b>

**Anexo 3: balance de situación de Pixar**

<i>(millions of \$)</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Cash and equivalents	44,4	48,3	28,7	5,4
Marketable securities	294,7	473,6	826,1	1.035,20
Accounts receivables	1,2	2,2	5,6	5,1
Other receivable	135,7	201,6	76,4	54,9
Receivables	136,9	203,8	82	60
Prepaid expenses	13,8	1	2,2	3,6
Deferred income taxes	32,7	51,5	70,4	77,1
<b>Total current assets</b>	<b>522,5</b>	<b>778,3</b>	<b>1.009,4</b>	<b>1.181,30</b>
Land and improvements				
Buildings	0	117,7	123,3	133
Machinery, equipments and furniture	21,8	22	29,4	33
Construction in progress	1,9	4,8	8,8	2,1
<b>Total fixed assets</b>	<b>140,9</b>	<b>144,5</b>	<b>161,5</b>	<b>168,1</b>
Gross fixed assets				
Accumulated depreciation	-23,4	-29,5	-35,9	-42,7
Net fixed assets	117,4	115	125,6	125,4
Other non-current assets	92,1	107,7	140	182,1
Total non-current assets	209,5	222,7	265,6	307,5
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>732,1</b>	<b>1.001</b>	<b>1.275</b>	<b>1.488</b>
<b>Liabilities</b>				
Accounts payable	2,3	1,8	5,4	3,2
<b>Accrued liabilities</b>	<b>9,3</b>	<b>13</b>	<b>27</b>	<b>14,9</b>
Deferred revenues	7,3	8	8,5	11,3
<b>Other current liabilities</b>	<b>0</b>	<b>37,6</b>	<b>14,1</b>	<b>17,4</b>
Total current liabilities	19	60,4	54,9	46,8
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>19</b>	<b>60,4</b>	<b>54,9</b>	<b>46,8</b>
<b>Shareholders' equity</b>				
Common stock equity	713,1	940,5	1.220,10	1.442
<b>Common par</b>	<b>442,5</b>	<b>547</b>	<b>687,4</b>	<b>758,1</b>
Retained earnings	268,4	393,2	534,9	687,9
<b>Other equity adjustments</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,9</b>
Total capitalization	713,1	940,5	1.220,10	1.442
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>713,1</b>	<b>940,5</b>	<b>1.220,10</b>	<b>1.442</b>
<b>TOTAL EQUITY &amp; LIABILITIES</b>	<b>732</b>	<b>1.001</b>	<b>1.275</b>	<b>1.489</b>