



Instituto Católico de administración y dirección de  
empresa, Universidad Pontificia de Comillas

# **Análisis de la Adquisición de Fox. ¿Disney creó valor?**

Autor: Carlos Calleja Cardiel

Director: Manuel Federico Goudie Pujals

## Índice

Vocabulario.....	3
Introducción.....	4
Enfoque.....	12
Análisis de las cuentas de Disney.....	14
Proyección de las cuentas financieras de Disney y comparación .....	25
Análisis de la compra .....	44
Conclusiones del proyecto.....	47
Bibliografía.....	49

## Vocabulario

**\$ Bn:** Billón de dólares que equivale a mil millones de dólares en el sistema europeo

**BAIT:** *Beneficio Antes de intereses e impuestos*

**BN:** *Beneficio Neto*

**CAGR:** *Compounded Aggregated Growth Rate/ Tasa de crecimiento agregada múltiple*

**CAPEX:** *Capital Expenditure/Gastos en capital*

**NOF:** Necesidades operativas de Fondo o *Working Capital*

**ROA:** *Return on Assets/ Retorno sobre los activos*

**ROE:** *Return on Equity/ Retorno sobre capital social*

**WACC:** *Weighted Average Cost of Capital/ Promedio ponderado del coste de capital*

## Introducción

### Disney

Disney es una compañía de entretenimiento y medios de comunicación multinacional. Así mismo, es la empresa detrás de muchas de las películas y personajes más conocidos en todo el mundo. Entre ellas, destacan películas clásicas de animación como El rey León, La bella y la bestia o Pinocho; 13 de los 20 largometrajes galardonados con el Oscar a mejor película de animación, entre los que se cuentan Toy Story, Up, Wall-E y Buscando a Nemo; el universo MCU y la última trilogía de Star Wars. Todo ello, sin contar las series que ha producido para sus canales de televisión y las series disponibles en Disney +, como The Mandalorian. Es decir, Disney ha participado en gran parte de las películas y eventos más importantes del mundo del entretenimiento y de la infancia de varias generaciones.

Disney divide su actividad en 4 líneas de negocio:

*Parks, experiences and products:* Dónde se incluyen sus actividades en resorts, parques de atracciones, eventos, cruceros, *merchandise* y licencias de sus propiedades intelectuales para *merchandise* y otros productos. Estos parques y resorts se encuentran en varias de las ciudades más importantes del mundo como como Paris, Tokyo, Shanghai y Hong Kong

*Media network:* Donde se engloban las actividades de producción y distribución de programas televisivos y series, las cadenas por cable de Disney, ESPN, Freefrom, Fox, National Geographic, la red televisiva ABC y 50% de la inversión en A+E Television Networks.

*Studio Entertainment:* Que involucran la producción y distribución de películas de los diferentes estudios bajo la propiedad de Disney, de obras de teatro y eventos en vivo, música y servicios post producción. Entre los estudios bajo la propiedad de Disney se encuentran Marvel Studios, Pixar Animations Studios, Lucasfilm, Searchlight pictures, Blue Sky studios, The Muppets y desde el 2019 21st Century Fox.

*Direct to consumer & international:* Que incluye Disney+/Disney+Hotstar, ESPN+ and Hulu, canales de televisión internacionales de Disney, ESPN, Fox, National Geographic y Star e inversión en otros DTC o grupos de televisión internacionales.

Todo ello, hace que Disney sea una de las mayores, si no la mayor, empresa de entretenimiento del mundo que produce varias de las películas, series y contenidos más relevantes, así como demandados, de cada año y un destino del ocio

Como hemos mencionado antes, esta posición que ha conseguido Disney en el mundo del entretenimiento se debe a que se ha convertido en propietaria de muchas de las compañías, estudios y canales más importantes de la industria.

Tabla 1: Lista de adquisiciones

Año	Compañía	Precio de la adquisición (\$ Bn.)
2001	Fox Family Worldwide	\$3.000
2006	Pixar	\$7.400
2009	Marvel	\$4.000
2012	Lucasfilm	\$4.050
2019	21st Century Fox	\$71.300

(Source: [https://hmong.es/wiki/List\\_of\\_acquisitions\\_by\\_Disney](https://hmong.es/wiki/List_of_acquisitions_by_Disney) , 2022)

Entre ellas, la compra de Pixar generó muchas dudas sobre si Disney crearía valor suficiente para justificar el elevado precio que pagó a principio de siglo. Lo cual hizo, la adquisición ha dado a Disney un control sobre el mercado de la animación en occidente bastante grande; generando muchas películas que han sido éxitos tanto de taquilla como de crítica. Igualmente, la compra de Marvel fue un éxito absoluto, que generó varias de las películas más taquilleras hasta la fecha y que también se han traducido en varias series para su plataforma de *streaming* Disney+. Algo parecido, aunque no con el mismo nivel de éxito, pasó con la compra de Lucasfilm. Las películas generaron bastante taquilla y las series como *The Mandalorian* atrajeron a mucha gente a la plataforma de *streaming*.

Como vemos, la mayoría de estas compras proporcionaron acceso a propiedades intelectuales valiosas, nuevos mercados, estudios con renombre, grandes talentos con experiencia en la industria y nuevos canales de comunicación por mencionar algunas de las ventajas. Es por eso, que Disney tiene que asegurarse cuando se embarca en estos proyectos, que estos acaban creando valor para la empresa. Esto hace que la compra de Fox sea relevante para el análisis, especialmente debido a características de la compra.

### Fox

Fox es una compañía de comunicación y entretenimiento multinacional cuya capitalización bursátil antes de la compra era de 44,306 \$ Bn , unos ingresos de 30,400 \$ Bn. Y unos beneficios netos de 4,7 \$ Bn, Divide su actividad en 3 líneas de negocio:

*Cable network Programing:* En esta línea de negocio se agrupan las actividades relacionadas con la producción y licencia de programación de noticias, deportes, entretenimiento y películas para cadenas de televisión por cable, satélite, compañías de

telecomunicación y videos online nacional e internacional. Esta programación se distribuye mediante los diferentes canales bajo Fox, Star, National Geographic, FS, Big Ten Network.

Representa alrededor del 55-60% de los ingresos de la compañía, entre 16 y 17 mil millones de dólares, siendo el segmento más importante de la compañía.

*Television:* Donde se incluyen las actividades de retransmisión, así como la adquisición, distribución y marketing de programación televisiva en los Estados Unidos. Fox opera 28 estaciones de televisión en Estados Unidos.

Tabla 2: Cadenas de televisión operadas por Fox

	<u>DMA/Rank</u>	<u>Station</u>	<u>Digital Channel RF (Virtual)</u>	<u>Type</u>	<u>Percentage of U.S. Television Households Reached <sup>(a)</sup></u>	
New York, NY	1	WNYW	44 (5)	UHF	6.3	%
		WWOR <sup>(b)(c)</sup>	25 (9)	UHF		
Los Angeles, CA	2	KTTV	11 (11)	VHF	4.7	%
		KCOP <sup>(b)</sup>	13 (13)	VHF		
Chicago, IL	3	WFLD	31 (32)	UHF	2.9	%
		WPWR <sup>(b)(d)€</sup>	31 (50)	UHF		
Philadelphia, PA	4	WTFX	42 (29)	UHF	2.6	%
Dallas, TX	5	KDFW	35 (4)	UHF	2.4	%
		KDFI <sup>(b)</sup>	36 (27)	UHF		
Washington, DC	6	WTTG	36 (5)	UHF	2.2	%
		WDCA <sup>(b)(f)</sup>	36 (20)	UHF		
Houston, TX	7	KRIV	26 (26)	UHF	2.2	%
		KTXH <sup>(b)</sup>	19 (20)	UHF		
San Francisco, CA	8	KTVU	44 (2)	UHF	2.2	%
		KICU <sup>(g)</sup>	36 (36)	UHF		
Atlanta, GA	9	WAGA	27 (5)	UHF	2.2	%
Phoenix, AZ	11	KSAZ	10 (10)	VHF	1.7	%
		KUTP <sup>(b)</sup>	26 (45)	UHF		
Tampa, FL	13	WTVT	12 (13)	VHF	1.7	%
Detroit, MI	14	WJBK	7 (2)	VHF	1.6	%
Minneapolis, MN <sup>(h)</sup>	15	KMSP	9 (9)	VHF	1.5	%
		WFTC <sup>(b)</sup>	29 (29)	UHF		
Orlando, FL	18	WOFL	22 (35)	UHF	1.4	%
		WRBW <sup>(b)</sup>	41 (65)	UHF		
Charlotte, NC	23	WJZY	47 (46)	UHF	1.0	%
		WMYT <sup>(b)(i)</sup>	47 (55)	UHF		
Austin, TX	39	KTBC	7 (7)	VHF	0.7	%
Gainesville, FL	159	WOGX	31 (51)	UHF	0.1	%
TOTAL						

(source: SEC Edgar Filing Tracker ,2018)

Así mismo, las actividades de adquisición, distribución y marketing de programación televisiva para sus estaciones de televisión, afiliados, sus páginas web y su aplicación de *streaming FOXNOW* se engloban bajo *FOX Broadcasting Company*

Este segmento representa el 17-20% de los ingresos, unos 5 MM de dólares siendo el menor de los tres, pero con bastante peso.

*Filmed entertainment:* Donde se engloban las actividades de producción, adquisición, distribución y licencia de películas de *live-action* como animadas. Así mismo, incluye su

acuerdo de distribución con Dreamworks de sus películas animadas a nivel nacional e internacional.

Representa un 29% de los ingresos de la compañía, es el segundo segmento más importantes con unos ingresos de 8 a 9 mil millones de dólares.

Por último, vemos que mucho de sus activos son a largo plazo (64%), principalmente en intangibles y *goodwill*. La financiación se distribuye bastante equitativamente entre el patrimonio (39%) y deuda (34%), con una caja de 7 \$ Bn (13%). Los movimientos más significativos en el balance son el incremento de su caja en un 24% y una reducción de la deuda de 390 millones. Así mismo, observamos un incremento de 500 millones tanto en deudores como inventarios. Por otro lado, en la cuenta de resultados tienen una estructura de coste estable y un incremento de ingresos de 1,5\$ Bn. ; con un margen operativo alrededor de 21% y margen neto de 16%.

#### Razonamiento y resumen de la adquisición

Volviendo a la compra en sí, debemos de ver cuál es el razonamiento de Disney detrás de esta compra. Es decir, cual es el razonamiento estratégico de negocio y de industria que llevaron a Disney a adquirir a Fox.

Para ello, debemos hacer un breve resumen de la industria. En la industria de entretenimiento, especialmente en la parte de medios, ha habido una fuerte consolidación los últimos años.

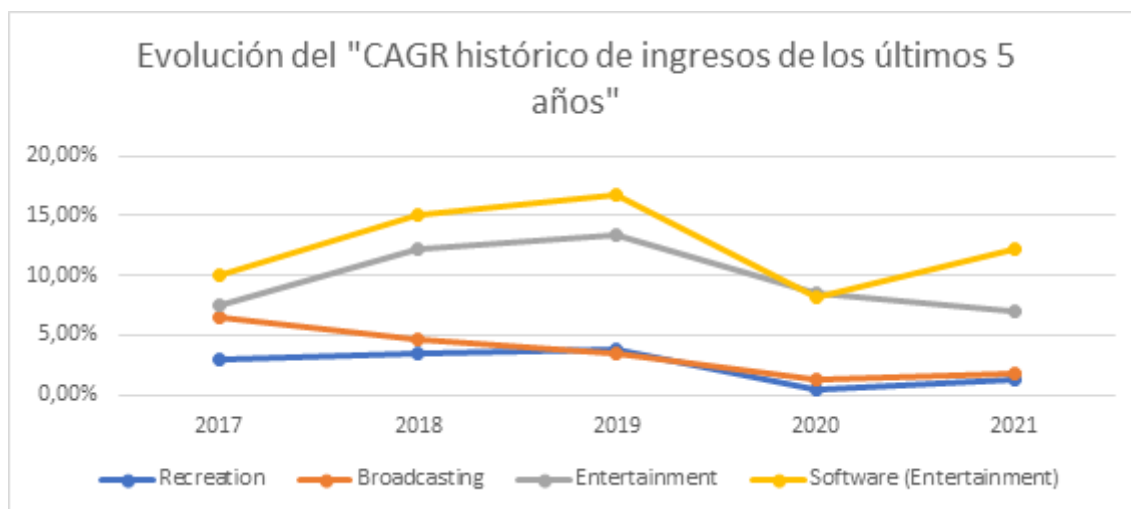
Tabla 3: Adquisiciones durante la última década en la industria mediática

Año	Comprador	Vendedor
2014	AT&T	Direct TV
2016	AT&T	Time Warner Media
2018	The Walt Disney Company	21st Century Fox
2018	Comcast	Sky
2019	Viacom	CBS Corporation

(Source: [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_largest\\_mergers\\_and\\_acquisitions](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_mergers_and_acquisitions) , 2022)

Esto se debe a varias razones, pero las dos más importantes son:

Gráfico 1. Evolución del "CAGR histórico de ingresos de los últimos 5 años"



(Source: Damodaran Useful Data Set, 2022)

### Estagnación de las líneas de negocio tradicionales:

Las industrias de medios y entretenimiento, películas y recreación han sido las principales líneas de negocio para Disney durante décadas. Las dos primeras también han sido las líneas de negocio más importantes para Fox.

La industria de medios y entretenimiento está bastante consolidada, pero no todos los competidores compiten en los mismos segmentos. Disney y Fox se centran en la industria del cine y la retransmisión. Por ello, nos centraremos en estas dos y los parques, siendo una de las líneas más importantes de Disney.

Lo que podemos observar es que los canales tradicionales se han deteriorado (Krafczyk, 2019, p. 22) y gracias al surgimiento de las plataformas de vídeo bajo demanda los consumidores se vuelven más distantes al formato tradicional de televisión y más acostumbrados a poder ver contenido televisivo cuando quieran, donde quieran y en el formato que más les plazca (Deloitte, 2022)

Esto se añade al hecho que deben de competir no solo por el dinero del consumidor, sino también su tiempo. Es decir, compiten con otras formas de ocio como restauración, videojuegos, música, cine, ocio social, libros, redes sociales, plataformas de video de internet etc..... para atraer la atención del cliente y que elija utilizar su tiempo libre contigo. El modelo de televisión donde se retransmite un programa a cierta hora es rígido y requiere de un compromiso de tiempo alto, lo que lo hace menos atractivo que otras opciones de ocio contra las que compete. Esto sigue siendo cierto, a pesar de las medidas como grabaciones programadas o el *backlog* semanal que han permitido el avance digital.

En cuanto a los parques y la recreación, aunque no vemos un deterioro si vemos un estancamiento del crecimiento. Esto se debe, a la dificultad de encontrar oportunidades de crecimiento. Se necesita terreno disponible para poder construir un parque o resort,



para ello se necesitan obtener licencias. Por lo tanto, la construcción de nuevos parques es difícil y costosa, además de una opción bastante limitada. En cuanto a los parques y resorts ya construidos, es difícil captar nuevos consumidores. Los consumidores que no hayan visitado todavía son los que probablemente no quieran hacerlo. Por ello, las nuevas atracciones e inversiones en este segmento se centran más en la retención del consumidor que repite. Es decir, en mantener a los consumidores cuyo plan de vacaciones suele ser la visita a cierto resort o parque de atracciones.

En cuanto a la industria del cine, vemos que aún se mantiene con un crecimiento fuerte. Una de las razones principales, es que los resultados varían mucho de película en película y el efecto de los “*blockbusters*”. Según MPAA (2019), el crecimiento viene principalmente de Asia; siendo China e India los principales mercados. Así mismo, las empresas que controlaban la industria; Paramount (*Viacom*), Columbia Pictures (*Sony*), Warner Bros. Pictures (*Time Warner*), Universal Pictures (*Comcast*), 21st Century Fox y Disney; han sido reducidas en número debido a la adquisición de Fox por parte de Disney (Krafczyk, 2019, p. 24). Así mismo, Disney ha encontrado mucho éxito con las compras de Lucasfilm y Marvel, que han promovido su crecimiento en este sector.

#### El crecimiento de las plataformas de video bajo demanda

Las plataformas de video bajo demanda y las *Over-Top-Platform* han experimentado un crecimiento muy importante los últimos años. Como hemos mencionado antes, esto se debe a la flexibilidad que proporciona al consumidor al contrario a la programación televisiva tradicional. Así mismo, la capacidad de verlo o retomar un episodio cuando y donde quieras en diferentes dispositivos hace que el consumidor adapta el consumo a sus necesidades. Además, a menor coste que la televisión de cable.

La competición entre estas plataformas está centrada en ampliar sus bibliotecas de contenido, así como la producción de entretenimiento que atraiga y retenga a los consumidores. Es decir, con más y más plataformas apareciendo, los consumidores priorizan las plataformas o *bundles* que les ofrezcan la mayor cantidad de contenido y el contenido que sea más atractivo para ellos.

Según Deloitte (2021), los consumidores cancelan sus suscripciones para manejar los costes de los servicios de suscripción y para pagar solo por el contenido que quieren. Llevando a la ratio de *churn* a incrementar en America y Europa. Así mismo, remarcan la importancia de la colaboración con las cadenas de televisión por cable y otros servicios de telecomunicación.

#### Sinergias de la adquisición

Sabiendo las presiones de las industrias donde opera Disney y Fox, podemos pasar a las sinergias teóricas que la adquisición proporciona y el sentido que tienen en ese contexto.

Estas serían:

1. La obtención de una de las bibliotecas de contenido más amplias y variadas de la industria.
2. Aporta importantes ventajas estratégicas que ayudan a crecer sus plataformas bajo demanda y su línea de negocio *Direct-to-consumer*
3. La unión de los segmentos de televisión y cine de ambas compañías
4. Presencia en el mercado indio

Lo primero que debemos destacar es que, en la industria de medios y entretenimiento, el contenido ha sido una de las mayores variables que han marcado la competición en la industria. Como hemos mencionado antes, las empresas compiten por el tiempo, atención y retención de los consumidores. Por ello, la creación y adquisición de propiedades intelectuales de calidad que generen interés y seguimiento son muy importantes.

A esto, se le suma la nueva presión que las plataformas de video bajo demanda han creado. Al tener el contenido disponible cuando, donde y en cualquier dispositivo, el consumidor solo tiene que decidir que contenido es el que quiere y cual es la mejor oferta de contenido por el dinero que paga.

Disney y Fox son una de las compañías más antiguas en esta industria, teniendo en su librería una gran cantidad de propiedades intelectuales de popularidad global. Muchas de ellas, convirtiéndose en franquicias que han generado miles de millones de dólares en ingresos. Por ejemplo, Fox es la propietaria de *Avatar*, la película que más dinero ha generado en la taquilla de la historia, *Alien*, *Die Hard*; así como de series como *Los Simpson* o *Modern Family*. Añadiéndose a las franquicias del Universo Marvel, *Star Wars*, las películas animadas de Pixar que son propiedad de Disney.

Esto proporciona a Disney una de las bibliotecas de contenido más amplias y variadas de la industria. Así mismo, Disney es famosa por conseguir que este contenido impacte a todas las líneas de negocio; aprovechando al máximo el dinero que generan.

El punto anterior también afecta a otra de las sinergias de la adquisición. Con tan amplia librería de contenido, esta puede ser monetizada con gran éxito a través de sus plataformas de vídeo bajo demanda. A esto se le añade, que dentro de ese contenido están franquicias extremadamente populares, lo cual Disney ya aprovechado creando series para su plataforma; *Loki*, *Wandavisión* para Marvel y *The Mandalorian*, *Obi Wan* para *Star Wars*. Lo que posiciona a Disney + en una situación ventajosa para aprovecharse de los cambios de la industria, proporcionando una gran cantidad de contenido que los consumidores quieren ver.

Esto se añade a los servicios bajo demanda con los que ya contaba Fox; como ESPN+, Holostars, Hulu; además de la adquisición de BAMTech. Dándole a Disney, una gran oportunidad para sacar el máximo rendimiento a su línea *Direct-to-Consumer* e incluso de hacer un *"bundle"* de sus servicios, proporcionando una oferta muy competitiva con respecto a sus competidores.

Por último, están las sinergias creadas en la unión de los segmentos de televisión y cine de ambas compañías. Esto les proporciona mayor presencia a través de más programación, cadenas de televisión y mayor capacidad de producción. Con ello, consiguen las economías de escala de juntar dos de las compañías más importantes de ese segmento, lo que reducirá la estructura de costes y aumentará los márgenes.

Así mismo, con la compra de Fox adquieren Star y su plataforma bajo demanda HoloStar, dándoles una presencia mayor en India, uno de los mercados con mayor crecimiento en la industria de medios y entretenimiento. Además, de proveerle información sobre las preferencias de este mercado en cuanto contenido, lo que les ayudará a generar una oferta más atractiva para ese mercado. Complementando a esto, ganan el talento de las personas trabajando en los estudios de Fox.

### Proceso de compra

Siguiendo el proceso de compra, el proceso de adquisición empezó cuando Disney hizo una oferta de 52,4 \$ Bn de dólares en diciembre de 2017. Siete meses después, Comcast hizo una contraoferta de 65 \$ Bn en acciones, forzando a Disney a aumentar la puja si quería hacerse con los activos de Fox, incluyendo garantías como un reverse break-up fee de 2,5\$ Bn que pagaría Disney en caso de que la adquisición no se llevase a cabo. Esto empujó a Disney a aumentar su oferta a 71,3 \$ Bn en acciones, la cual consiguió que Comcast se retirara de la puja por 21st Century Fox. Finalmente, el 20 de marzo de 2019 la compra de Fox por parte de Disney fue finalizada por los 71,3\$ Bn, sin haber habido ninguna otra contraoferta.

Otra de las razones por las que es "interesante el análisis de esta adquisición es el hecho que durante el periodo con Bob Iger como CEO, el equipo de Disney no se ha enfrentado con una adquisición de estas dimensiones y los desafíos que representa. Esto lo recalca el analista del sector mediático Doug Creutz a *The New York Times*: "El señor Iger nunca ha sido, que sepamos, puesto en una situación donde una propuesta de adquisición se ha enfrentado a un desafío competitivo como este" Lee, E. ; Brooks, B. (2018)

## Enfoque

El objetivo principal de este proyecto es, determinar si las sinergias han generado o pueden generar valor adicional que justifique el premium pagado en la compra de Fox. Así como, identificar las variables que determinaron que la adquisición de Fox creara o no valor. Para ello, primero tendremos que analizar las cuentas posteriores a la compra para determinar su impacto. Además, deberos hacer una proyección a cuatro años de las cuentas de Disney con y sin la adquisición de Fox para comparar ambas; consiguiendo así una estimación del valor de las sinergias materializas y por materializar. Una vez hecho esto, podremos evaluar las razones, consideración, evolución y finalización de la adquisición de Fox; así como posteriores decisiones sobre los activos de Fox. Con ello, podremos concluir si se creó o no valor y el porqué.

Determinar si Disney creó o no valor con la compra de Fox es bastante complejo. Debido al Covid-19, el sector del entretenimiento ha sufrido meses de inactividad y un cambio brusco hacia las plataformas de streaming. Por ello, determinar qué influencia ha tenido la adquisición de Fox en el rendimiento de Disney fuera de la influencia de factores internos y externos representa un reto. Es necesario determinar qué cambios ha provocado, así como su influencia en otros cambios que han sido provocado por otros factores.

Es por eso, que primero debo determinar cuál ha sido el rendimiento de la compañía previo y posterior a la compra. Lo que significa analizar las cuentas de Disney desde antes hasta después de la compra. Esto nos dará una comprensión de que variables han sido influenciadas y dónde se ha dado los cambios más importantes debido a la compra. Lo que nos ayudará a identificar dónde han ocurrido las sinergias o puede haber oportunidades de creación de valor. Por último, nos dará una comprensión general de las finanzas de Disney y el desarrollo de estas a lo largo de los años.

Una vez asentadas las bases de nuestro análisis podemos empezar a proyectar las cuentas de Disney durante 4 años, asumiendo que a partir del cuarto año continúan evolucionando a un ritmo constante. Para ello debemos de proyectar las cuentas de Disney con y sin la compra de Fox. Debido al Covid-19, las hipótesis iniciales no son válidas y por ello es necesario hacer una proyección ajustada de las cuentas. Primero, esto nos ayudará a determinar si Disney siguió creando valor posterior a la compra, independientemente de si esta creó valor. Segundo, a entender la perspectiva de los inversores para ver si estas expectativas están siendo o no reflejadas en el precio. Además, comparando ambas esperamos conseguir una estimación de las sinergias generadas y por generar, eliminando en lo posible la influencia de factores externos. Por último, nos ayudará a ver cuál es el efecto de la compra a largo plazo y las razones detrás de estos.

Para concluir compararemos las cuentas proyectadas y comentaremos el impacto en las diferentes cuentas que la compra de Fox ha tenido. Así mismo, evaluaremos el porqué de estos cambios, que posibles sucesos han estado involucrado en ellos y si representa o no una oportunidad de creación de valor a largo plazo. Además, haremos un análisis del proceso de compra de Fox. Valoraremos las dos ofertas hechas por Disney y calcularemos el premium pagado en ambas. Consideramos que factores habrían podido influenciar las decisiones de Disney, tanto en la compra como en la posterior reacción a la contraoferta. También discutiremos las sinergias que se consideraron en la compra, cuales hemos podido observar que tengan un impacto en las cuentas de Disney y como se entienden esas sinergias ahora en este nuevo contexto. Terminaremos esta parte viendo si el valor de las sinergias es mayor al premium y, por lo tanto, si la compra de Fox creó valor.

Una vez hecho esto, trataremos de identificar las variables que han marcado el éxito o el fracaso de la creación de valor de la adquisición. Comentaremos su influencia en el resultado de la adquisición. Esto nos dará una comprensión sobre los retos que tuvo y tiene que afrontar Disney, de cual fue actuación ante los dilemas que planteó la adquisición en conjunto con otros factores y evaluar los resultados de las acciones tomadas por parte de Disney con respecto a dichos dilemas.

Todo ello, nos ayudará a guiar las conclusiones de este proyecto. A extraer de este proyecto una evaluación de las acciones y actitudes frente a un cambio brusco del marco de operaciones posteriores a una adquisición. Así mismo, a comprender que decisiones, errores y otras variables ayudan o no a que una adquisición cree valor. Además de sopesar, si se han tomado las debidas precauciones a la hora de estimar el valor que iban a crear las sinergias.

Por último, reflexionaremos sobre el método elegido para realizar este proyecto, en busca de posibles errores y áreas de mejora. Así mismo, determinaremos si el proyecto ha alcanzado o no los objetivos que se marcó al principio, en que magnitud han sido completados y si se podría cambiar algo para conseguir alcanzarlos más satisfactoriamente.

## Análisis de las cuentas de Disney

Para analizar las cuentas de Disney, utilizaremos las cuentas desde el 2015 hasta el 2021.

Como hemos mencionado, Disney divide sus actividades en cuatro líneas de negocio.

*Tabla 4. Porcentaje de los ingresos totales de cada línea de negocio*

%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Parks, Experiences and Products	41,62	40,45	42,16	41,97	37,68	25,24	24,55
Media Networks	44,34	42,58	42,64	41,22	35,67	43,42	41,67
Studio Entertainment	14,04	16,97	15,20	16,80	15,99	14,74	10,90
DTC	0,00	0,00	0,00	0,00	13,48	25,95	24,21

(Source: Disney Annual reports, 2015-2021)

*Tabla 5. Márgenes operativos de las diferentes líneas de negocio*

%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Parks, Experiences&Products	22,51	23,39	23,74	24,46	25,77	-0,49	2,85
Media Networks	33,50	32,74	29,36	27,04	30,12	31,78	29,93
Studio Entertainment	26,79	28,63	28,11	29,84	24,14	25,95	7,72
DTC	0,00	0,00	0,00	0,00	-19,55	-16,54	-10,29

(Source: Disney Annual reports, 2015-2021)

*Parks, experiences and products:* Es un segmento que representa gran parte de sus activos (16%) y de los ingresos de la compañía. Podemos observar que en los últimos años ha habido un descenso de los ingresos significativo en los parques debido al Covid, de unos 10 \$ Bn quedándose en 16 \$ Bn; pasando de representar el 25% de los ingresos. Esto ha hecho decaer mucho el margen, debido a que muchos de los costes son fijos, haciendo que el margen se reduzca a un 3%. Así mismo, este segmento ha sido el que menos ha incrementado debido la adquisición de Fox, mil millones de dólares. También vemos que, aunque la inversión se mantiene en 2 \$ Bn, no ha habido un incremento significativo de los activos de los parques en los últimos años probablemente debido al Covid y la paralización de nuevos proyectos.

*Media network:* Es un segmento que representa un 41-43% de los ingresos, 28 \$ Bn. Esto se debe a que muchos de las licencias de programas, películas y series producidas son utilizadas en este segmento. Es decir, que los contenidos producidos por el segmento de *Studio entertainment* y el contenido utilizado en *Direct to consumer* también son utilizados aquí. Podemos decir que estas tres líneas de negocio comparten el activo de *Produced and licensed cost* que representa un 16% de los activos de Disney. Observamos que durante los dos últimos años ha habido una subida importante en los ingresos, de 3 \$ Bn, probablemente debido a la compra de Fox. La compra de Fox ha afectado este segmento considerablemente; aumentando los activos relacionados con este segmento en 18\$ Bn; siendo la parte principal del negocio de Fox y teniendo en propiedad muchos canales y programación televisiva. Aun así, también ha habido un incremento en los gastos operativos de casi un 10%, de más de mil millones de dólares, mientras que los gastos administrativos han crecido alrededor de un 40%, los cuales probablemente

decaigan según Disney complete la integración de Fox. A pesar de ello, el ingreso operativo de la línea de negocio ha incrementado en casi mil millones de dólares, manteniendo un margen bastante alto de alrededor del 30%.

*Studio Entertainment:* Esta línea de negocio representa un 11%, casi 7,5 \$ Bn de dólares. Por ello, representa una parte importante de la actividad de Disney; ya que la mayoría de las películas se producen en esta línea de negocio, siendo muchas de ellas blockbuster o nominadas a los Oscars. Vemos que, en los últimos años, ha habido una caída considerable de los ingresos; unos 4 \$ Bn de dólares o más del 30%; debido al parón generado por la pandemia. Al igual, los gastos operativos y administrativos han descendido; 600 millones y 1,1 \$ Bn respectivamente. Esta caída proviene de la compra de los estudios de Fox que han ayudado a reducir los gastos de producción; siendo una de las principales sinergias conseguidas con la adquisición. Los estudios de Fox son uno de los más importantes de la industria, con innumerables películas producidas, esto se refleja en que Disney reportó que los activos relacionados con este segmento habían incrementado en 10 \$Bn con la compra de Fox. A pesar de ello, el margen ha descendido hasta un 8% debido a que este descenso no ha podido compensar la gran caída en los ingresos debido al COVID.

*Direct to consumer & international:* Esta línea de negocio representa un 24% de los ingresos; unos 16 \$ Bn de dólares. En ella se encuentran espectáculos y producciones que pertenecen a los dos segmentos de negocio posteriores. Además, es una línea de negocio que ha sido introducida recientemente a la actividad de Disney; empezando en 2019; probablemente por el auge de este tipo de plataformas como Netflix. Por ello, es comprensible que durante los primeros años no aporte beneficios a la compañía y necesite de más inversión. Podemos ver que los últimos años, mucha de la inversión de la parte de entretenimiento y medios de comunicación se ha centrado en el *direct to consumer*, llegando a alcanzar el 15% de la inversión de la compañía en 2020; hasta casi los 600 millones de dólares. Así mismo, observamos un incremento considerable en los ingresos en esta línea de negocio, más de un 75%, a pesar de que en 2021 cayeron en 600 millones de dólares. A pesar de ello, los costes siguen siendo bastante altos haciendo que el resultado operativo se mantenga en pérdidas, entre los 1,5 y 2 mil millones de dólares. Aun así, ha habido una reducción significativa de los costes operativos, de casi 2 \$ Bn, y el coste administrativo se ha estabilizado representando alrededor de un 25% de los ingresos. Todo ello, ha mejorado el resultado operativo en 1,1 \$ Bn; un crecimiento del 40%. Por lo que podemos deducir, que esta línea de negocio seguirá creciendo, a menor ritmo, y representará una parte importante del negocio de Disney. Este crecimiento ha sido potenciado por la compra de Fox; ampliando la biblioteca y servicios que pueden ofrecer; siendo el segmento donde la compra de Fox haya tenido más impacto, casi 20\$ Bn.

A continuación, haremos un análisis más en profundidad.

*Tabla 6. Distribución de los activos en el balance*

% total assets	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Current assets	19%	18%	17%	17%	14%	17%	17%
Fixed assets	81%	82%	83%	83%	86%	83%	83%

(Source: Disney anual reports 2015-2021)

En primer lugar, mirando al balance vemos que la mayoría de los activos de Disney son a largo plazo (*non-current assets*), por ello, las rentabilidades medias esperadas deben de ser altas. Esto se debe a que los activos a largo plazo generan retornos a largo plazo, por ello, tardan más en recuperar la inversión y se enfrentan a más riesgo de fluctuaciones o de impagos. Así mismo, observamos que ha habido un incremento en los activos fijos de 88 \$ Bn durante los últimos cuatro años, un aumento de alrededor de 107%, la mayoría de este incremento proviniendo de la compra de Fox.

*Tabla 7 Distribución de los activos fijos*

% total assets	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Godwill	32%	30%	33%	32%	41%	39%	38%
PPE	29%	30%	30%	30%	16%	16%	16%
Produced and licensed content	7%	7%	8%	8%	12%	12%	15%

(Source: Disney anual reports 2015-2021)

La mayoría de los activos fijos provienen del fondo de comercio (*Goodwill*), proveniente de adquisiciones posteriores, habiendo un incremento considerable en 2019 con la compra de Fox, de 49 \$ Bn . Como hemos mencionado antes, esto refleja lo integrado que está en Disney las actividades de adquisiciones de otras compañías para fortalecer su posición en el mercado como una de las compañías líderes del ocio familiar.

Como hemos mencionado antes, los parques y resorts (*Project, Land, Attraction, Building and Equipment Net*) representan también una parte importante de los activos, debido a que tienen en propiedad la tierra, las atracciones, edificios y proyectos en progreso, llegando a alcanzar un valor de 32 \$ Bn . Así mismo, vemos que Disney ha mantenido una inversión estable de entre 2 y 4 mil millones de dólares todos los años; representando entre el 60 y el 90% de las inversiones. Esto se debe, a que según Disney va produciendo contenido nuevas atracciones, productos, resorts temáticos se generan para ese nuevo contenido; haciendo que este pase por todas sus líneas de negocio.

El contenido valorado a coste (*Produced and licensed content costs*) es una parte importante de los activos de Disney; representando una parte vital de su actividad, ya que produce y licencia la totalidad de su contenido para 3 de sus 4 líneas de negocio.

Por ello, es importante entender cómo se contabilizan este tipo de activos.



*Licensed content cost:* Para poder contabilizar este activo y su respectivo pasivo se necesitan cumplir estas condiciones:

- El periodo de licencia ha comenzado
- El coste del contenido es conocido y fácilmente determinable
- El poseedor de la licencia ha aceptado el contenido en concordancia con el acuerdo de licencia
- El contenido está disponible para ser visualizado

En este se incluyen, entre otros, todos los costes relacionados con las tarifas fijas por episodio, serie, película o grupo de contenido y las tarifas variables basadas en las métricas de publicidad, audiencia y las suscripciones. El coste total de la adquisición de la licencia será reconocido como un activo; el cual puedes o no segregar entre corriente y no corriente. Los pagos que se deban realizar que estén asociados a ese contenido se reconocerán como un pasivo, que será segregado entre corriente y no corriente.

Dependiendo de la estrategia de monetización del contenido, este será amortizado en grupo o individualmente y con diferentes consideraciones. Pero, siempre será bajo el método de amortización lineal o acelerada. Esta amortización será reconocida como un coste de ventas.

*Produced content cost:* En este se incluyen todos los costes relacionados con los derechos, salarios, costes de producción y postproducción, así como todo coste directo relacionado con la producción del contenido.

El coste total de la producción se capitalizará según se incurra y se reconocerá como un activo; que puedes o no segregar en corriente y no corriente; y puede ser agrupado con las licencias. Por otra parte, todas las obligaciones por cumplir relacionadas con la producción se registrarán como un pasivo, que se segregará entre corriente y no corriente.

Al igual que con las licencias, la amortización de este activo formará parte del coste de ventas. Así mismo, dependiendo de la estrategia de monetización, se amortizará como grupo o individualmente.

Si se amortizan individualmente, se debe estimar los ingresos y los costes totales que generará el contenido, esto incluye los ingresos que generará monetizado como parte de un grupo de contenido. El coste de amortización se hará basado en el porcentaje de los ingresos con respecto al remanente de los ingresos totales.

*Ejemplo:*

*Costes totales= 7; Ingresos totales = 20 ; Ingresos año 1= 15; Ingresos Año 2= 5*

*Amortización Año 1=  $15/20*7= 5,25$*

*Amortización Año 2=  $5/5*1,75= 1,75$*

Si se amortizan en grupo, al no haber una metodología que se imponga por ley, se da libertad a las empresas de seleccionar un método de estimación representativa del uso del contenido. Por ejemplo, un método comúnmente utilizado es los números de

audiencia o visualizaciones. En caso de que no haya datos suficientes para procurar con un método de estimación fiable y representativo, se utilizará la amortización lineal.

En las notas financieras, a partir de 2020, se deberá diferenciar entre el contenido producido y las licencias. Así mismo, se deberá segregar los costes de aquellas licencias o producciones monetizadas individualmente y las monetizadas en grupo.

Vemos que el coste del contenido en los últimos años ha incrementado considerablemente. Esto se debe a varios factores. Con la compra de Fox, adquirieron varias producciones y licencias que tenía la compañía. Por, ello las licencias aumentaron de mil millones a 7 \$ Bn mientras que las producciones aumentaron de 7 \$ Bn a 20 \$ Bn. Así mismo, el valor de las producciones ha subido 5 \$ Bn los dos últimos años, principalmente en el contenido monetizado como grupo que subió 4 \$ Bn el último año; indicando que se están centrando en su plataforma de *streaming*. Además, vemos esto en el hecho que, mientras el contenido producido ha incrementado, el contenido que han adquirido a través de licencias ha descendido en mil millones los dos últimos años. Por último, durante los dos últimos años debido a la pandemia y la inflación los costes también han subido, es decir, Disney ahora tiene que invertir más sólo para poder generar la misma cantidad de contenido en un año, mucho menos incrementarla. Esto se traduce, en una fuerte inversión en la producción de contenido; de casi 900 millones de dólares los dos últimos años; por lo que deberemos ver la evolución del ROA.

En total Disney hay estado invirtiendo alrededor de 4 \$ Bn los últimos años, sin contar el aumento de casi 40 \$ Bn en 2019; causado en su mayoría por la compra de Fox; es decir que ha estado invirtiendo significativamente en las diferentes líneas de negocio. Por ello, debemos comprobar la evolución del ROA para ver el retorno de estas inversiones.

Tabla 8. Distribución de los activos corrientes

% of total assets	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cash	5%	5%	4%	4%	3%	9%	8%
Receivables	9%	10%	9%	9%	8%	6%	7%
Inventories	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Produced and licensed cost, current	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%

(Source: Disney anual reports 2015-2021)

En cuanto a los activos a corto plazo (*current assets*), vemos que la cuenta de mayor peso es la tesorería (*Cash and cash equivalents*), alrededor de los 16 \$ Bn siendo bastante alto. Teniendo en cuenta que la tesorería no aporta rentabilidad, tenemos que ver la razón por la que la tesorería es tan alta. Podemos deducir que este aumento; proveniente de un incremento de la deuda; es para enfrentar los costes e imprevistos durante la pandemia, siendo los mayores aumentos; del 7 y 8%; en los dos últimos años. Esto pone más presión en las cuentas de Disney, al no estar generando retorno con el que pagar la deuda. Poniéndolo en perspectiva, la rentabilidad que ha obtenido Disney de sus inversiones financieras (*Investments*) estos últimos 7 años es de una media del

4,46%. Mientras que su WACC promedio es del 7,57%, es decir que pierde un 3,11% sobre el valor de su tesorería, en 2021 esto equivaldría a una pérdida de 496 millones de dólares de coste de oportunidad. Lo cual pone a Disney en una posición difícil, debido a la caída de sus ventas y márgenes durante los últimos años.

La otra gran parte de sus activos proviene de la cuenta de deudores (*Receivables*), debido a que muchos clientes para la distribución de *merchandising*, licencias de contenido y tarifas de publicidad son empresas que suelen pagar a 30 o 60 días. Esto nos indica que debemos mirar los periodos medios de cobro, siendo un parte importante del activo.

El remanente de los activos se divide entre los inventarios (*Inventories*) y la parte a corto plazo del contenido valorado a coste (*Licensed content costs and advances*).

En cuanto a los inventarios, estos son bastantes bajos debido a que suministran según la demanda y a que utiliza a otras compañías para distribuir sus mercaderías. Por ello, solo tienen en sus inventarios el *merchandising* y los suministros necesarios para abastecer a sus parques y resort. Así mismo, vemos que no hay grandes variaciones en el inventario, lo que significa un buen control del inventario y que se reflejará en los periodos de almacenaje.

Así mismo, la porción a corto plazo del contenido ha incrementado, ya que; como hemos mencionado antes; han estado invirtiendo en la producción de contenido. El peso total (%) de esta cuenta juntando el corto y el largo plazo se ha duplicado estos últimos años, llegando a representar el 16% de los activos de Disney. Por ello, Disney está haciendo una fuerte inversión en la producción de contenido.

A continuación, debemos analizar como financia estos activos Disney y, por ello, debemos analizar los pasivos de su balance.

Tabla 9. Distribución de los métodos de financiación

Millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total debt	17.336	20.170	25.291	20.874	46.986	58.628	54.406
% de liabilities+equity	20%	22%	26%	21%	24%	29%	27%
Total equity	48.655	47.323	45.004	52.832	93.889	88.263	93.011
% de liabilities+equity	55%	51%	47%	54%	48%	44%	46%
Total accounts receivable	7.844	9.130	8.855	9.479	17.762	16.801	20.894
% de liabilities+equity	9%	10%	9%	10%	9%	8%	10%

(Source: Disney anual reports 2015-2021)

El método de financiación primario que utiliza Disney es mediante su patrimonio (*Equity*). Proviene mayoritariamente de su capital social (*Common stock*) y del resultado del ejercicio acumulado (*Retained earnings*). Aun así, ha habido una reducción considerable

debido a que se han recomprado acciones propias, que se han cancelado contra el resultado del ejercicio acumulado; para mejorar su ROE. Aun así, vemos que Disney mayoritariamente se autofinancia, utilizando los resultados de ejercicio generando un alto margen e incrementando sus ventas; ya que, debido a que tiene unos periodos medios de maduración negativos, genera más caja de la que necesita para financiar su circulante.

Su segunda fuente de financiación es la deuda financiera. Observamos un incremento importante de la deuda durante los últimos tres años debido a la compra de Fox; la absorción de la deuda financiera de la compañía, así como la deuda de integrar Fox; y a la pandemia. Estos incrementos, no serían un gran problema para Disney si no fuese por la caída de sus ventas y sus márgenes durante estos dos últimos años. Lo que podría dificultar el pago de la deuda y nos indica que miremos a sus flujos de caja.

Por último, la cuenta de proveedores (*Accounts payable*) es la más importante de las que quedan. Mayoritariamente provienen de la producción de contenido y de merchandise, pero se mantiene bastante estable durante los años en relación con su peso en el balance. Obviamente, después de la compra de Fox hubo un incremento importante, debido a que adquirieron nuevas producciones cuyos costes debían pagar, pero esta fue en la misma proporción. Obviamente, en concordancia con el incremento en la inversión en la producción de contenido, podemos ver que en el 2021 ha incrementado la cuenta de proveedores en 4\$ Bn.

Todo ello, nos indica que Disney tiene un riesgo medio, con un WACC medio del 7,5% y un WACC en 2021 del 7%. Aunque el incremento de deuda ha reducido el WACC, esta deuda genera unos intereses que se deben pagar todos los años, al contrario que las acciones. Es decir, pone más presión en el flujo de caja y la liquidez de la empresa. Es por ello, que analizar la liquidez de Disney es importante para entender si puede haber futuros problemas.

Tabla 10. Evolución de los ingresos

Millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Services	43.894	47.130	46.843	50.869	60.579	59.265	61.768
% ingresos	84%	85%	85%	86%	87%	91%	92%
Products	8.571	8.502	8.294	8.565	9.028	6.123	5.650
% ingresos	16%	15%	15%	14%	13%	9%	8%

(Source: Disney anual reports 2015-2021)

El siguiente paso en nuestro análisis de las cuentas de resultado de Disney. Vemos que los ingresos provienen mayoritariamente de los servicios; los parques, resorts, producción y distribución de contenido; representando alrededor del 90% de los ingresos. El resto viene de los productos; productos de consumo que venden en parques, resorts y merchandise que distribuyen; ingresos que obviamente cayeron significativamente durante los dos últimos años, entre 3 y 4 mil millones, debido al COVID. Un resultado positivo que vemos en la compra de Fox es el incremento de los ingresos en casi 10 \$ Bn, un 17%, aunque hay que revisar que cambios ha generado en

la estructura de costes para ver su efecto en el beneficio neto. Pero, los ingresos totales cayeron en 2020 un 6% mostrando solo una leve recuperación en 2021.

*Tabla 11. Márgenes brutos de servicios, productos y total durante los últimos años*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Servicios Margen bruto	47,17%	47,69%	45,95%	45,88%	39,76%	33,51%	33,41%
Productos margen bruto	39,65%	37,19%	39,88%	39,31%	38,33%	26,93%	29,17%
<b>Total margen bruto</b>	<b>45,94%</b>	<b>46,09%</b>	<b>45,04%</b>	<b>44,94%</b>	<b>39,57%</b>	<b>32,89%</b>	<b>33,06%</b>

*(Source: Disney anual reports 2015-2021)*

Mientras tanto, los COGS han incrementado los últimos 3 años, la compra de Fox los disparó con un incremento del casi 30% y en los dos últimos años lo han vuelto a incrementar. En estos como hemos mencionado antes; se incluyen los costes de amortización de licencias y producciones, coste de distribución, costes laborales directos, coste de facilidades e infraestructuras, coste de ventas etc.... Así mismo, este incremento se ha dado principalmente en el área de servicios que tiene un margen muy por debajo de la media de otras compañías de servicios. Como podemos observar, esto se debe a que mucho del coste de servicios es fijo. Por ello, aunque líneas de negocio como los parques o los estudios han tenido caídas de ingresos de casi 10 y 4 mil millones; respectivamente; estos últimos años, el descenso de los gastos operativos de ambas líneas combinada no llega a los 4\$ Bn.

Afortunadamente, aunque el coste de productos también se incrementó, se redujo significativamente durante el 2020 y 2021 y mantiene un margen alto, aunque lejos del de otros años.

En cuanto a los costes administrativos vemos un incremento significativo después de la compra de Fox. Han pasado de casi 9 \$ Bn a por encima de los 13\$ Bn; pasando de representar alrededor del 15% de los ingresos al 20%. Aun así, siendo Disney una empresa de servicios mayoritariamente, un alto coste administrativo es normal. Mucho más, en los años posteriores a una adquisición mientras la empresa se reestructura y durante una pandemia como demuestran los incrementos de 2019-2021. Por lo tanto, sigue siendo un dato positivo que el coste administrativo se mantenga relativamente bajo.

Así mismo, observamos un incremento en la depreciación debido a la mayor inversión durante los últimos años y la compra de Fox. Aunque el incremento es significativo, el mayor problema es que no hay una traducción de la mayor inversión en mayores ingresos; lo cual afectará al ROA; lo cual reducirá el BAIT y el beneficio neto.

Tabla 12. Evolución de márgenes operativos y netos

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen operativo	25,21%	25,81%	25,16%	24,96%	17,00%	5,80%	5,43%
Margen neto	16,87%	17,60%	16,99%	21,98%	16,64%	-3,78%	3,72%

(Source: Disney annual reports 2015-2021)

Esto se observa en la reducción tremenda del margen operativo. Primariamente se debe a dos razones, que ha habido un incremento de gastos y que muchos de los gastos operativos son fijos. Esto significa que cuando hay un descenso de los ingresos, los costes operativos no se reducen proporcionalmente. Lo cual es preocupante al juntarse con un incremento de la deuda importante en estos mismos años. Así mismo, esto generará en una caída del ROA operativo.

Esto lo agrava el hecho que el coste de reestructuración ha aumentado debido a la adquisición de Fox, reduciendo aún más el beneficio operativo generado, la cual también ha incrementado el gasto financiero en conjunto con el COVID, debido a un incremento en la deuda. Todo ello, se traduce en una reducción del beneficio neto al 4% lo cual es extremadamente bajo y generará una caída importante en el ROA.

Por último, analizaremos las ratios que hemos calculado basadas en las cuentas de Disney, empezando por los periodos medios, continuando con el ROA y terminando con ratios de liquidez.

Observamos que, exceptuando el 2019 y el 2020, los periodos medios de almacenaje se mantienen alrededor de los 30 días. Como hemos dicho, esto se debe a que mucha de la distribución se hace a través de terceros, mientras la que se hace a través de sus locales, parques y resorts se realiza bajo demanda, manteniendo un buen control de inventarios. Mientras que las producciones y licencias suelen ser mantenidas a muy largo plazo; por ello la porción corriente suele estar asociada a la amortización del activo para ese año.

En cambio, los periodos medios de cobro han incrementado de alrededor de 60 días hasta 70 en el último año. Debido al ingreso diferido, el cual representa un pasivo para Disney, que genera con los pases anuales para los parques o los planes de suscripción para sus plataformas *direct to consumer*; así como el hecho que la mayoría de sus clientes son compañías que pagan *royalties*, *leasing* o tarifas de publicidad; hace que generalmente los periodos de cobro de Disney sean generalmente altos. Pero, probablemente la pandemia haya causado un incremento debido a problemas de suministro y de demanda; obligando a Disney a dar más flexibilidad a sus clientes a la hora de pagar.

En cuanto a los periodos medio de pago, podemos observar que son muy altos. Extremadamente altos, de más de 100 días, lo cual pone mucha presión sobre los proveedores de Disney ya que esta paga en más de 3 meses. Obviamente, Disney tiene probabilidad de impago es muy baja; debido a su alta tesorería y capacidad de financiación, y, siendo una multinacional, tiene una posición muy fuerte para negociar con sus proveedores. Estos principalmente son las productoras que contrata para generar su contenido y los fabricantes de su merchandise. Así mismo, observamos que en los últimos dos años ha aumentado en 50 días, por lo que comentamos posteriormente que, debido al COVID, muchos proveedores han tendido que dar más flexibilidad a la hora de pagar.

Manteniendo sus periodos de pago casi el doble de los de cobro, esto permite a Disney a tener periodos de maduración negativos. Es decir, que genera más caja de la que necesita para financiar su circulante.

*Tabla 13. Evolución del ROA*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA con BAIT	16%	16%	15%	16%	6%	-1%	2%
ROA con BN	10%	11%	10%	13%	8%	-1%	1%
ROE	17%	20%	19%	26%	15%	-3%	2%
Rotación de activos	0,63	0,64	0,60	0,63	0,37	0,36	0,36

*(Source: Disney anual reports 2015-2021)*

En cuanto al ROA, tanto el ROA calculado con el BAIT como con el BN han bajado considerablemente. Lo cual es una bajada muy importante, especialmente teniendo en cuenta las rentabilidades esperadas y el riesgo. Las rentabilidades esperadas son altas debido a que la volatilidad y riesgo asociado con activos a largo plazo es mayor; retornos de alrededor del 10 al 15%; lo cual no cuadra con este ROA. Así mismo, el WACC medio de la empresa es del 7,50% lo que significa que el retorno mínimo que debe proporcionar Disney a sus inversores es mínimo de un 7,50%. Esta bajada del ROA se debe a una bajada en los márgenes, como ya hemos mencionado, así como una bajada en la rotación de activos. Es decir, que Disney por cada euro que ha invertido en estos últimos años ha estado generando menos de medio euro en ingresos. Aunque esto es normal en los años posteriores a una adquisición, especialmente debido a una situación excepcional como ha sido la pandemia, si esta situación continúa Disney debería revisar porque sus inversiones están traduciéndose en menos ingresos.

Por último, analizaremos las ratios de liquidez de Disney que en generalmente son positivos. Su ratio de tesorería ha incrementado a un 0,5, es decir que cubre el 50% de sus pasivos corrientes con su tesorería solamente. El acid test ha pasado de 0,8 a casi 1; es decir que su activo circulante cubre la totalidad de su pasivo corriente. Así mismo el índice de apalancamiento ha vuelto a normalidad.

Además, el flujo de caja libre sin CAPEX cubre ampliamente la deuda a corto plazo y los gastos financieros. A pesar de que se queda lejos de los índices de otros años, podemos concluir que Disney no tiene problemas de liquidez al corto plazo.

Las conclusiones que sacamos de este análisis son que las cuentas de Disney se habían mantenido estables durante los últimos años, siendo el resultado de una buena gestión por parte de la empresa. Pero, debido a la compra de FOX y el COVID, las cuentas de Disney se han desestabilizado generando una serie de problemas que si continúan en el tiempo podrían poner en dificultades a Disney. Aun así, podemos observar que Disney no tiene problemas al corto plazo lo que le dará el tiempo suficiente para afrontar estos retos.



## Proyecciones de las cuentas financieras de Disney y comparación

Una vez establecido el contexto, las sinergias consideradas y el rendimiento posterior a la adquisición podemos centrarnos en proyectar y comparar las cuentas de Disney tanto con, como sin Fox. Esto servirá para intentar calcular las sinergias generadas y por generar de la adquisición.

Debido a la complejidad de la proyección, nos centraremos en las partes más importantes que reflejan las diferencias entre ambas proyecciones. Es decir, las que más reflejan las sinergias de la compra. Por ello, hemos establecido esta estructura:

- 1º Ingresos proyectados
- 2º Costes operativos y administrativos, márgenes
- 3º NOF
- 4º Licencias y contenido producido
- 6º CAPEX y depreciación
- 5º Deuda e intereses
- 7º Flujos de caja
- 8º Valuación de la compañía con y sin Fox

### Ingresos

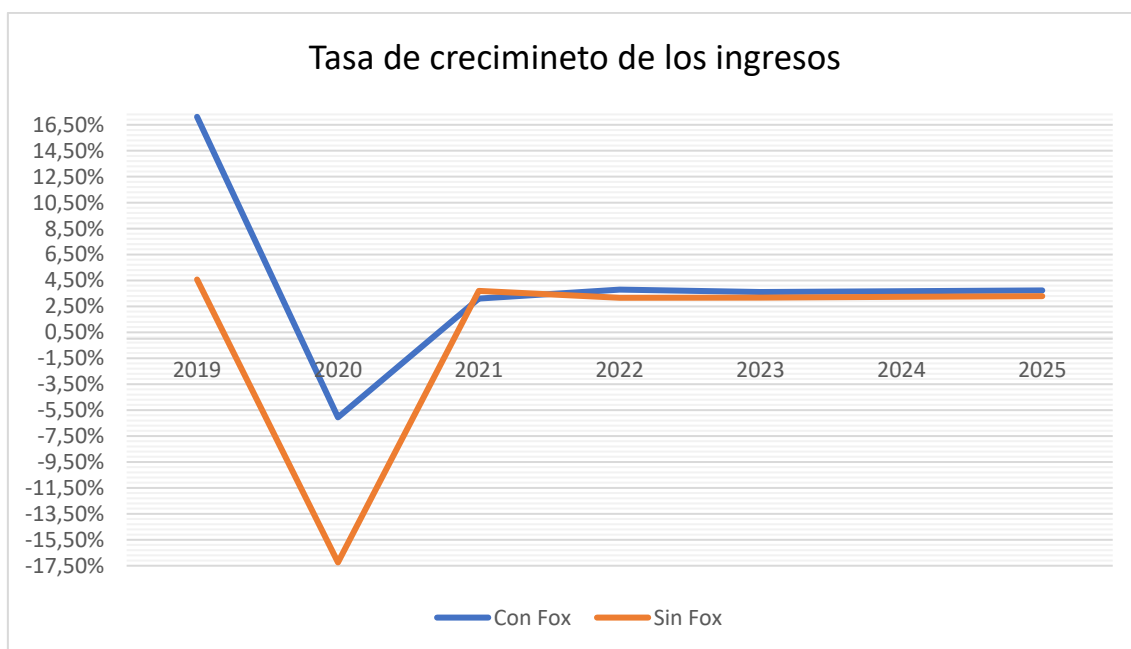
Para estimar los ingresos, hemos recabado el CAGR de los últimos años de la base de datos de Damodaran de las industrias de la recreación (*Recreation*); para *Parks, experiences and products*; retransmisión (*Broadcasting*); para *Media network*; entretenimiento (*Entertainment*) ; para *Studio Entertainment* ; y la de software de entretenimiento (*Software[ Entertainment]*) para *Direct to consumer*. Una vez recabada esta información, la multiplicamos por 1+índice de consumo proyectado de los siguientes 4 años por Deloitte para ajustarlo y haciendo ajustes para DTC según madura la industria.

Para las cuentas sin Fox, hicimos lo mismo excepto el año 2020 para *Parks, experiences and products* y *Studio Entertainment*. Para ello, cogiendo datos de la industria del turismo y del entretenimiento disponibles, hemos utilizado estas para calcular los ingresos de ese año para ambas líneas de negocio. Ajustando la de los parques dividiendo el cambio por 1,1.

Gráfico 2. Comparación de la evolución de los ingresos proyectados



Gráfico 3. Comparación de la tasa de crecimiento de los ingresos



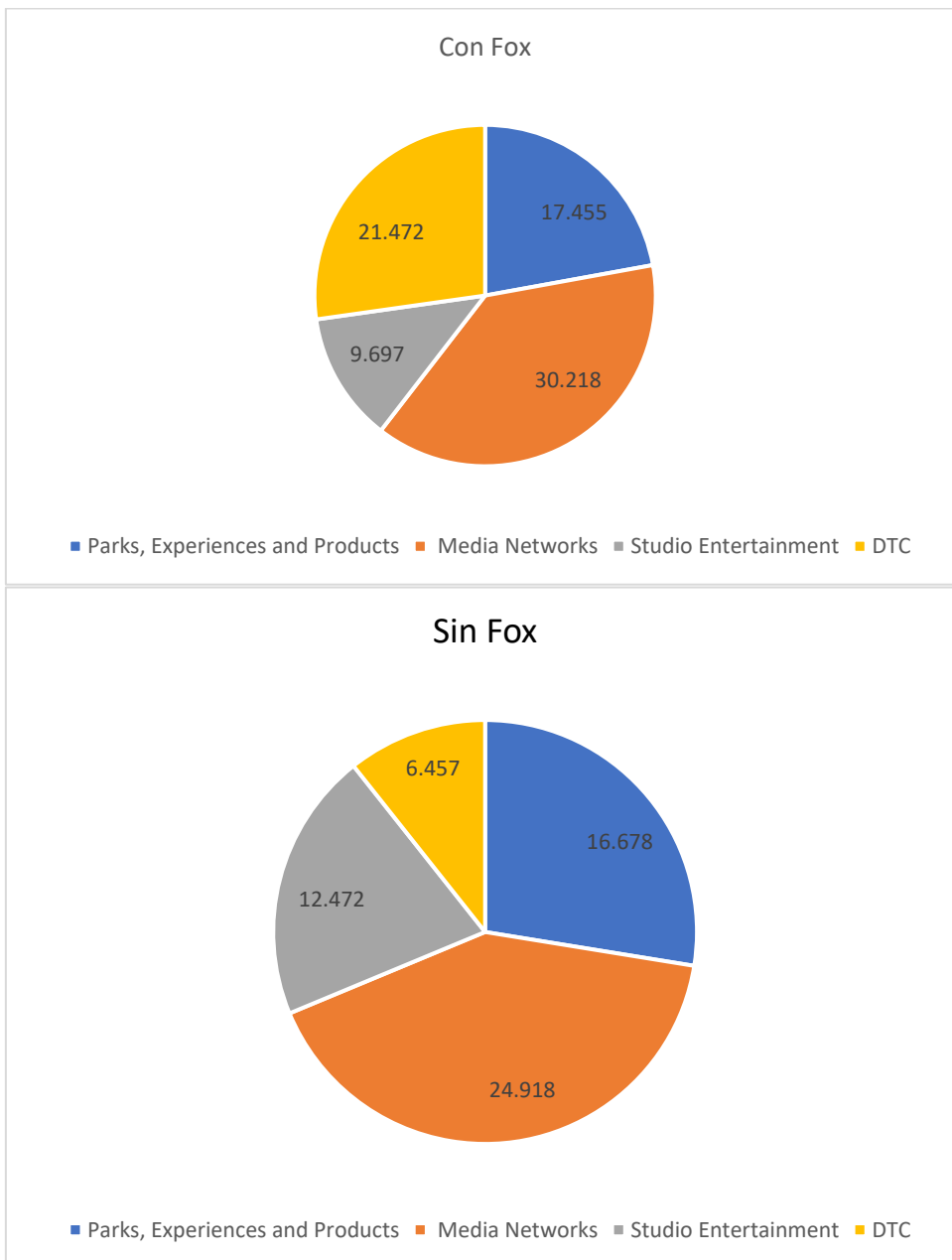
Como podemos observar en los gráficos, vemos que la adquisición de Fox ha tenido un impacto positivo en los ingresos. No solo vemos un incremento de casi 10 \$ Bn posterior a la compra, sino también como esa diferencia se acentúa con los años, casi hasta ser el doble.

Para averiguar la razón, solo debemos mirar al segundo gráfico. Este refleja la tasa de crecimiento de los ingresos de ambas proyecciones. Aunque siguen el mismo patrón, vemos que a partir de 2022 los ingresos en las proyecciones con Fox crecen más rápido.

Mientras que las de sin Fox se quedan alrededor de un 3,2%, las proyecciones con Fox se estabilizan alrededor del 3,7%. Aunque una diferencia de 0,5% no puede parecer mucho, al darse sobre un número mayor de ingresos se acrecienta año tras año. Por ello, podemos decir que la compra de Fox ha tenido un impacto positivo en los ingresos de Disney, ya que no sólo ha proporcionado mayores ingresos sino también mayor crecimiento. Esto también viene dado, a que la compra de Fox le da una buena posición en Asia, específicamente India, donde el crecimiento de ciertas líneas de negocio es mayor.

Para entender la razón detrás de esto, debemos de ver la distribución de los ingresos.

*Gráfico 4 y 5. Distribución de los ingresos en 2025*



Como vemos, en ambos casos *Media Networks* es la línea de negocio más importante en ambos casos. Obviamente, esto se debe a los efectos del Covid en la línea de *Park, Experiences and Products* que ha reducido considerablemente los ingresos y que predecimos una recuperación más lenta del segmento de esta línea. Aun así, la diferencia de casi 6 \$ Bn denota las sinergias que la compra creó en este segmento. Debido a un mayor número de programas, cadenas, contenido, licencias y otros factores hace que los ingresos crezcan más.

Otra de las diferencias más significativa es la línea de negocio de *Direct to Consumer*, con una diferencia de más del doble de ingresos, probablemente la línea de negocio que marca más la diferencia entre los ingresos. Esto se debe a que es la que está creciendo más rápido y por ello, cualquier impacto se ve altamente incrementado.

Este impacto fue que la compra de Fox aportó varias plataformas de video bajo demanda, así como una gran librería de contenido. Como hemos mencionado antes, contenido es una de las principales formas de competición de esta plataforma. Por ello, la compra de Fox hizo que la plataforma Disney+ extremadamente atractiva para el consumidor. Además, con otras plataformas esto aumentó sus ingresos y pueden incluso juntarlas en una oferta única. Por ello, con la compra de Fox hemos proyectado que esta línea pasará a ser una de las más importantes para Disney.

Mientras que, sin ella, Disney; aunque bien posicionada para sacar provecho a su propia y extensa librería de contenido; no tendría dicha posición ventajosa. Así mismo, no sería la propietaria de Star la cual es una importante cadena india, con su propio servicio de vídeo bajo demanda HoloStar, teniendo una posición ventajosa en uno de los mercados que más crece en el área de medios. Por ello, y con la creciente competencia en este sector, tardaría más en crecer el servicio.

Por último, una de las diferencias más impactantes es en la de *Studio Entertainment*. Uno pensaría que; con la adquisición de un nuevo estudio, especialmente uno tan histórico como los de Fox; la diferencia de ingresos sería importante. Aun así, las proyecciones de esta línea de negocio sin Fox superan por casi 3 \$ Bn a las hechas con Fox. Esto se puede explicar por varios motivos:

La dificultad de predecir el impacto de posibles *blockbusters* como *Avatar 2* y otras películas. Por ello, se deben asumir variables muy similares basadas en la tendencia de la industria. Es decir, que al no poder cuantificar este impacto no se ha tenido en cuenta.

La segunda razón, es que la compra de Fox se dio justo antes de la pandemia, exponiendo aún más a Disney a los efectos negativos de esta. Esto es especialmente cierto con esta línea de negocio, haciendo que la caída de ingresos y la posterior recuperación sea más difícil.

Aunque es probable que no se ajuste a la realidad y los ingresos de esta línea de negocio sean mayores con Fox que sin Fox. Debido a la dificultad de calcular el impacto, este no es el caso en las proyecciones.

### Costes operativos

Para los costes operativos, hemos cogido los promedios de los años antes de la pandemia, excepto en los cuales no hemos visto mucho cambio y la línea *Direct to Consumer*. Esto se debe a que las líneas de negocio tradicionales ya están en una industria madura, por ello lo más lógico es que el coste vuelva a la normalidad y se mantenga estable.

Al igual que con los ingresos, para las proyecciones sin Fox del 2020 hemos utilizado los % de costes operativos de la industria del entretenimiento y la recreación para esos años.

Para el *Direct to Consumer*, hemos basado ambas proyecciones basadas en la evolución de las cuentas de Netflix sobre un periodo de varios años.

Gráfico 6. Comparación de costes operativos

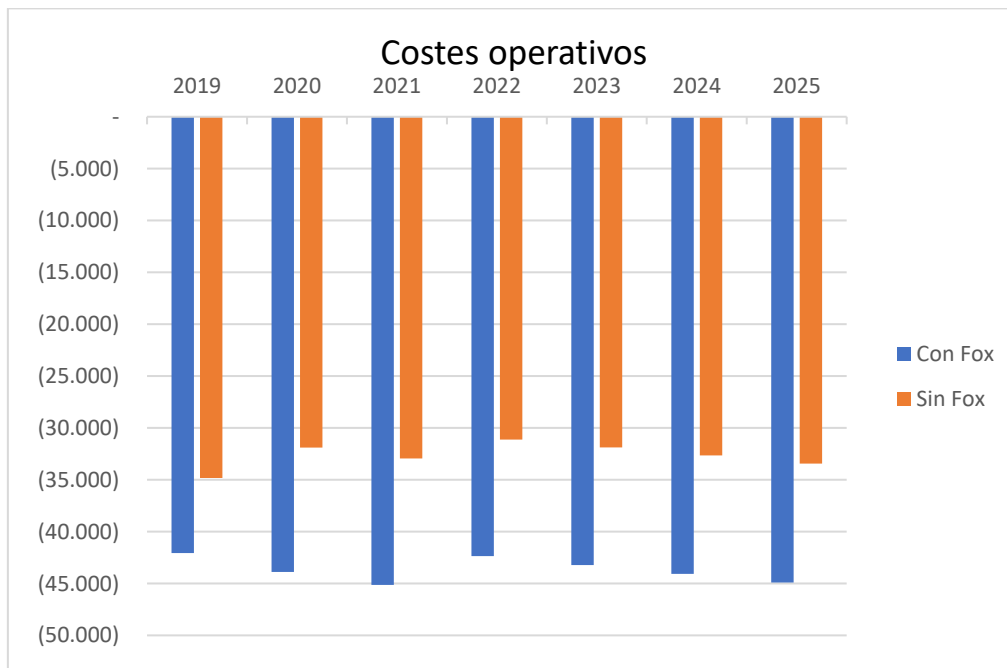
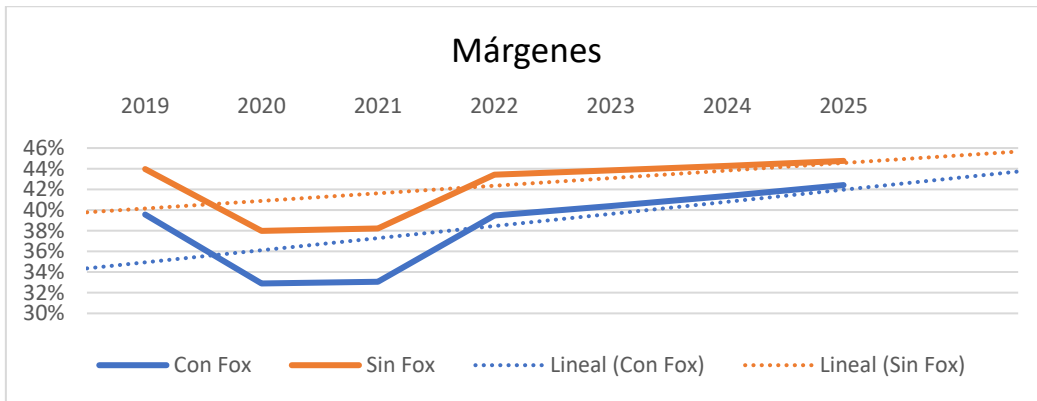


Gráfico 7. Comparación y evolución del margen operativo

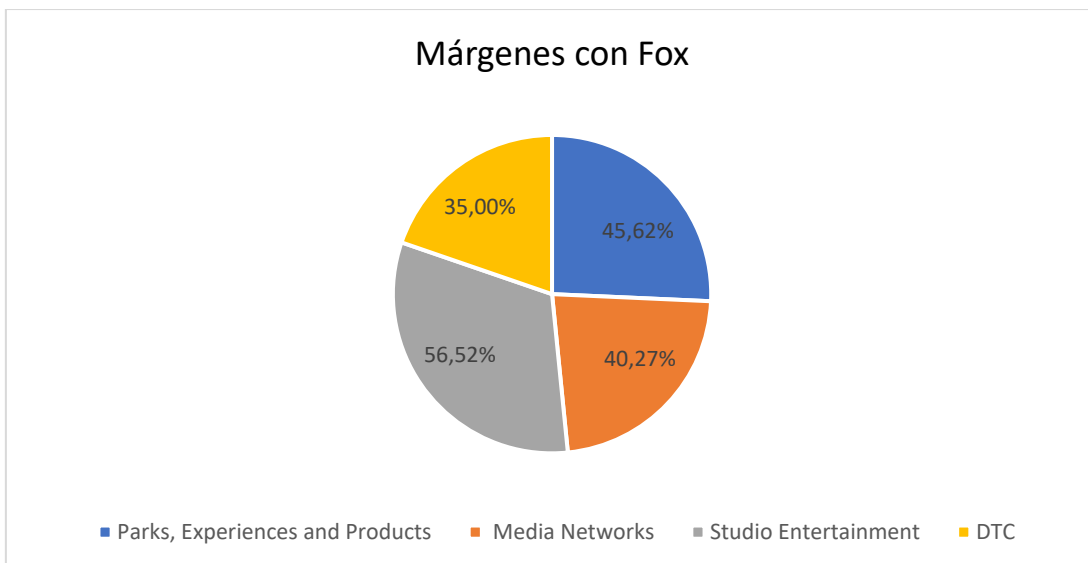


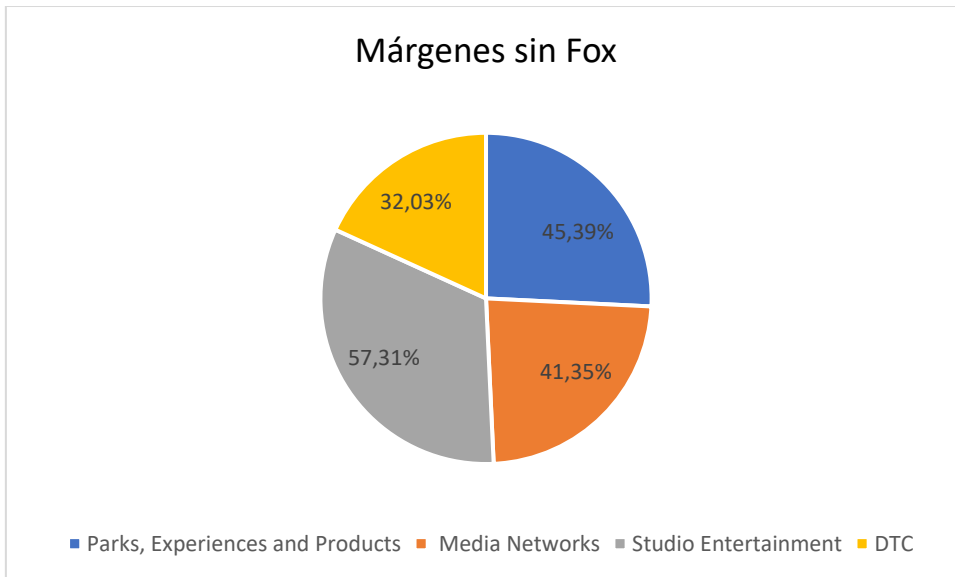
Como podemos ver los costes son mucho más altos con la compra de Fox, lo que tiene sentido ya que absorben la estructura de costes de Fox. Por ello, aunque los ingresos con Fox son 17 \$ Bn mayores también lo son sus costes en un 11 \$ Bn. Aun así, esto significa un incremento de 6 \$ Bn. Es decir, aunque sus costes son mayores; debido a las economías de escala; los ingresos crecen por encima de los costes.

Así mismo, si nos fijamos en los márgenes, vemos que el margen sin Fox sigue por encima en un 3% probablemente por los costes de integrar Fox y de juntar ambas operaciones. A pesar de ello, vemos que a la larga la tendencia es que los márgenes con Fox superen a los de sin Fox a la larga.

Así mismo, vemos que, excepto en *Studio Entertainment* ; que tiene menores ingresos con Fox; todas las líneas de negocio tienen costes operativos mucho más altos. Pero para poder realmente compararlos, debemos de ver los márgenes de cada línea de negocio.

Gráfico 8 y 9. Márgenes de cada línea de negocio en 2025





Como vemos, la estructura de costes y márgenes en ambos casos es muy similar. Aunque esto pueda parecer un dato negativo al principio, mantener tu estructura de costes a pesar de una adquisición de estas dimensiones es muy positivo. Significa que mantienes el mismo retorno con muchos más ingresos, es decir que tus beneficios operativos son mucho mayores. Si a esto le sumas que, como hemos mencionado antes, la tendencia es que los márgenes con Fox, a la larga, sean mayores que sin Fox; podemos concluir que esta pequeña diferencia de márgenes no durará mucho.

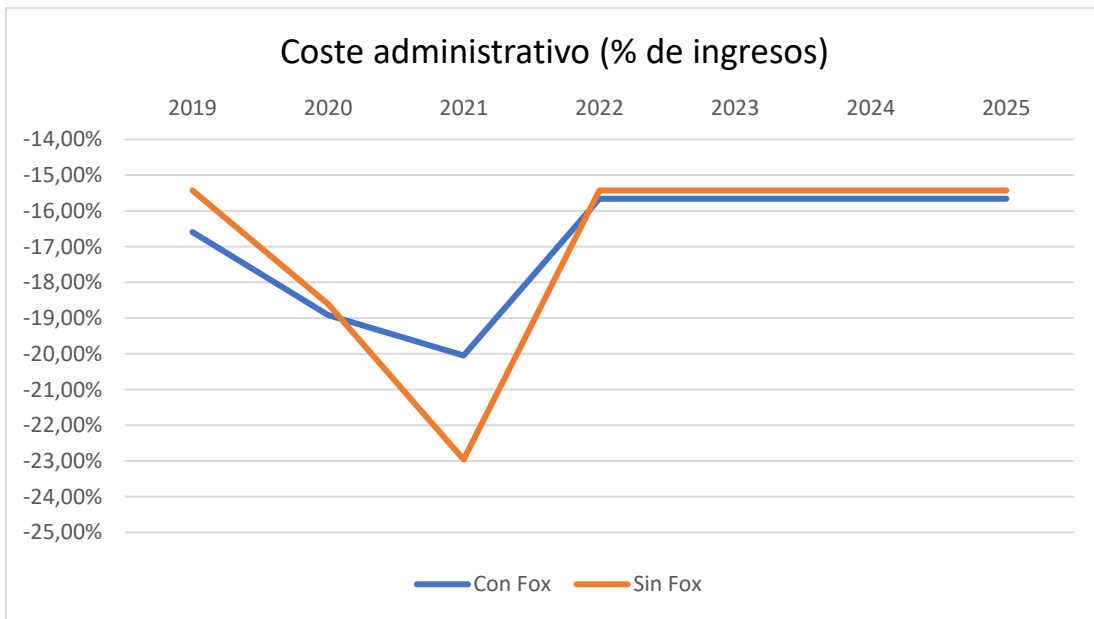
Además, cabe destacar que la mayor diferencia que notamos es que el margen de *Direct to consumer*, siendo un 3% mayor gracias a la compra de Fox. Ahí vuelve a entrar la biblioteca y la experiencia de Fox con otras plataformas de video bajo demanda. Así mismo, la adquisición de BAMTech que les aporta expertos con los que mejorar su servicio.

Ahora veamos la evolución de los costes administrativos de las diferentes proyecciones, para determinar si estas sinergias se extienden más allá de los costes directos.

Gráfico 10. Comparación de costes administrativos



Gráfico 11. Comparación del peso de costes administrativos



Al igual que en el caso anterior, vemos que los gastos son mayores con Fox, pero en términos de porcentaje son muy similares. Los cambios más grandes se producen durante la pandemia y los años posteriores debido a la complejidad de la integración. Curiosamente, aunque ambas proyecciones se disparan, en términos de peso el gasto administrativo de las cuentas sin Fox representaría más porcentaje de los ingresos. Eso se debe, a que no tienen las ventajas de las economías de escala que tienen con Fox, haciendo el cambio más pronunciado.

Aun así vemos que ambas, se estabilizan en torno al 15,5% con una diferencia del solo 0,23% entre ambas. Por ello, vemos que Disney es capaz de mantener su eficiencia en torno a sus gastos administrativos incluso después de la adquisición.



Gráfico 12. Comparación de beneficios operativos

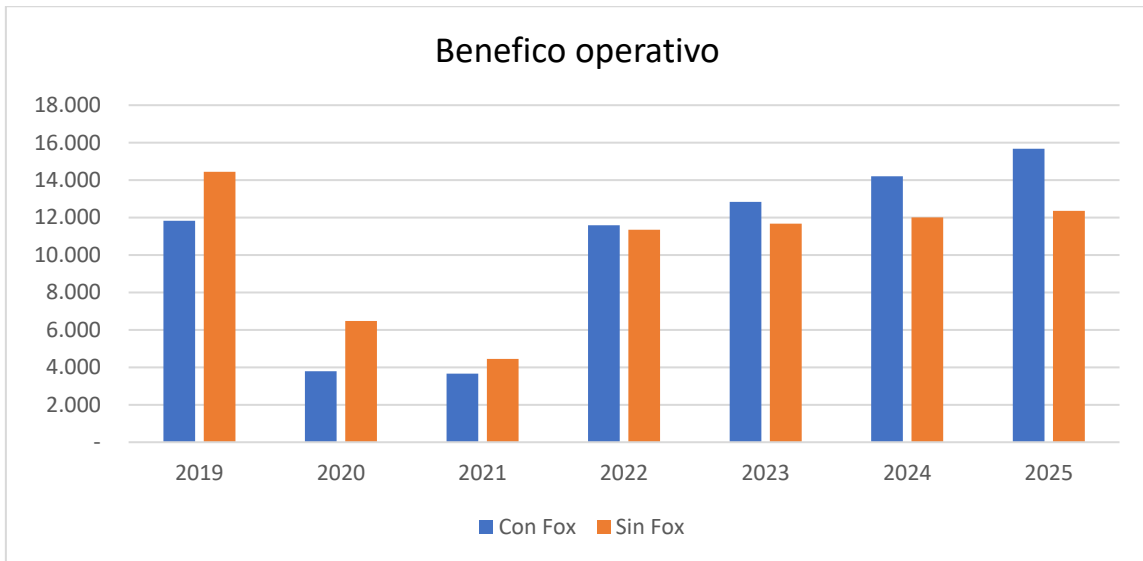
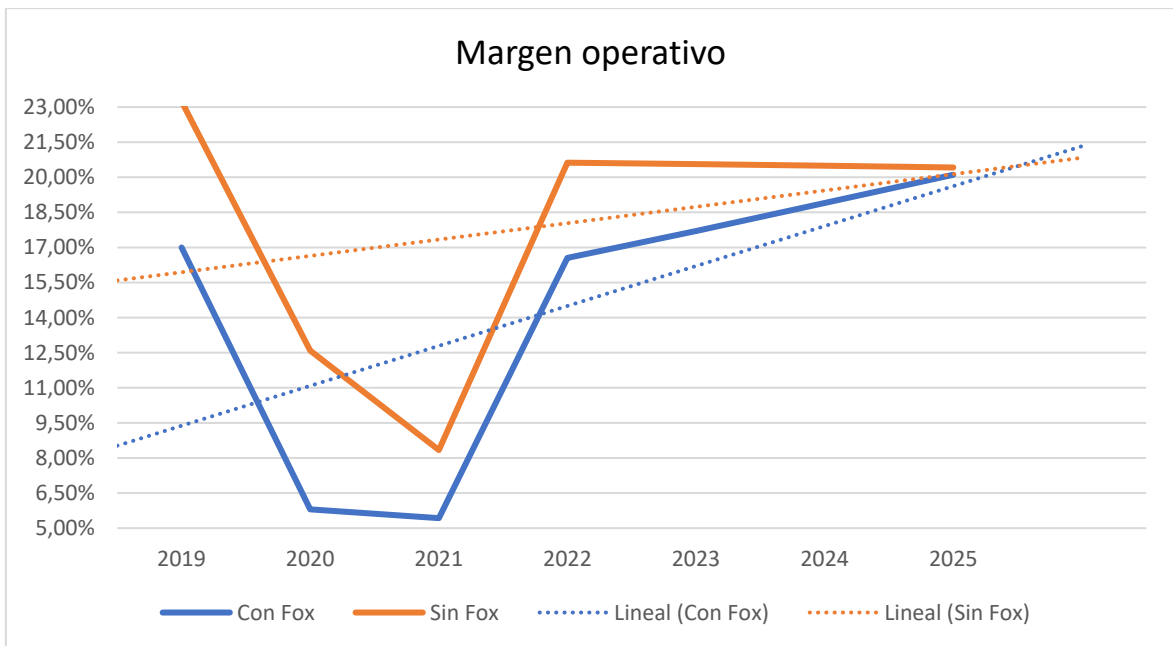


Gráfico 13. Comparación del margen operativo



Todo ello, se traduce en un mayor beneficio operativo de Disney en las proyecciones con Fox. Este beneficio operativo tiene en cuenta la depreciación, que analizaremos más tarde. Vemos que, a partir de 2023, los ingresos operativos de las cuentas de Disney con Fox empiezan a crecer más que las cuentas sin Fox. Esta diferencia crece hasta 3 \$ Bn en 2025.

Así mismo, aunque el margen operativo de Disney con Fox es menor alcanzando a la proyección de las cuentas sin Fox en 2025. Aun así, la tendencia es que las proyecciones con Fox superen el margen de las proyecciones sin Fox.

Por ello, podemos concluir que las sinergias que Disney ha creado tanto en los ingresos como en los costes se han traducido en un mayor ingreso operativo y en un mayor margen operativo en el futuro.

### NOF, Licencias de contenido y producciones

Para proyectar las NOF debemos proyectar los inventarios, cuenta de clientes y cuenta de proveedores. Para ello, utilizamos el coeficiente de correlación, R2 y R2 ajustada para determinar qué variable nos daría una predicción más ajustada.

La conclusión fue que utilizásemos Inventarios/Costes de venta de productos para proyectar inventarios, Proveedores/Compras para la cuenta de proveedores y Cliente/Ventas para la cuenta de clientes. En todos ellos calculamos el promedio de estas tres ratios y los utilizamos para proyectar las cuentas.

Al igual que en las demás proyecciones, en las cuentas sin Fox para el 2020 y 2021 ajustamos las proyecciones. En inventarios repetimos el año anterior, en proveedores utilizamos la inflación para ajustar y en clientes utilizamos el descenso de ventas como ajuste.

Ahora podemos proceder a la comparación y análisis.

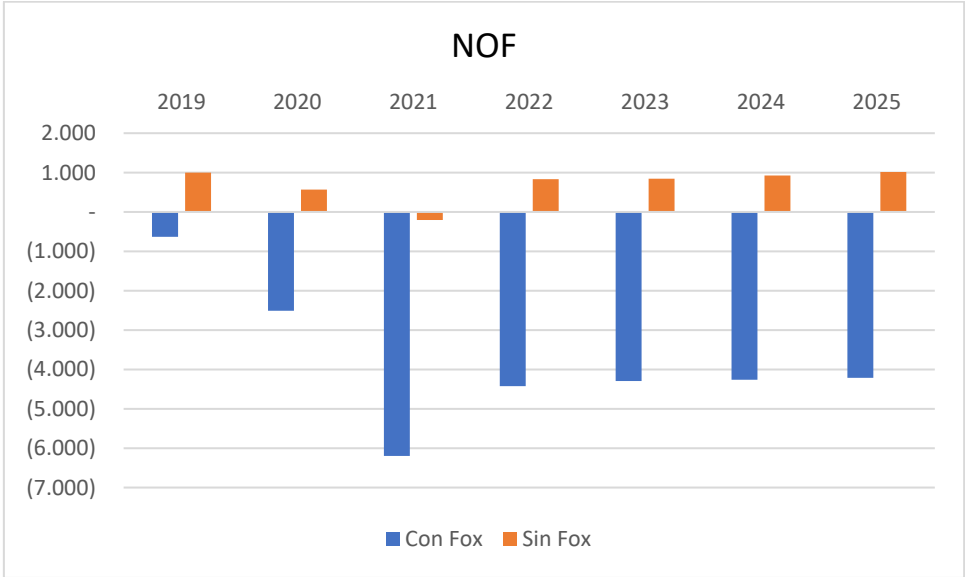
Gráfico 14 y 15. Comparación de las Inventarios, Clientes y Proveedores en 2025





Como podemos observar, todas las cuentas son mayores con Fox. Obviamente, en el caso de los inventarios la diferencia no es muy grande. Mientras que en el caso de los proveedores y clientes las diferencias son de 8 \$ Bn y casi 3 \$ Bn, respectivamente. Esto se debe a que, al integrar las cuentas de Fox, también integran los diferentes acuerdos que tiene esta compañía con clientes y proveedores. Por ello, renegociar los términos para que sean los homogéneos lleva tiempo. Así mismo, con el incremento de los ingresos y costes, naturalmente estas cuentas crecerán en tamaño.

*Gráfico 16. Comparación de la evolución de las NOF*



Aun así, si miramos a las NOF podemos observar que las proyecciones con Fox mantienen unas NOF negativas; al contrario que las proyecciones sin Fox. Esto es un dato positivo, porque se considera que esto aporta mayor liquidez a la compañía; ya que sus proveedores están financiando todo su activo corriente y parte de los activos fijos.

Por ello, podemos concluir que Fox ha tenido un impacto positivo en el balance y la financiación de Disney. Aportándole mayor solidez a sus cuentas.

Otro impacto importante de la compra de Fox es el gasto en licencias y producciones de contenido. Aunque cuentan como una inversión, la amortización de estos activos se contabiliza como un gasto operativo y por ello no se incluye en el CAPEX.

Para proyectarlos hemos utilizado el promedio de los incrementos de gastos, ajustándolos según fuese necesario, y el promedio de peso de la amortización en base a ese gasto. Con ello, calculamos el cambio en la cuenta y el balance final para ese año.

Gráfico 17. Comparación de Licencias y contenido producido

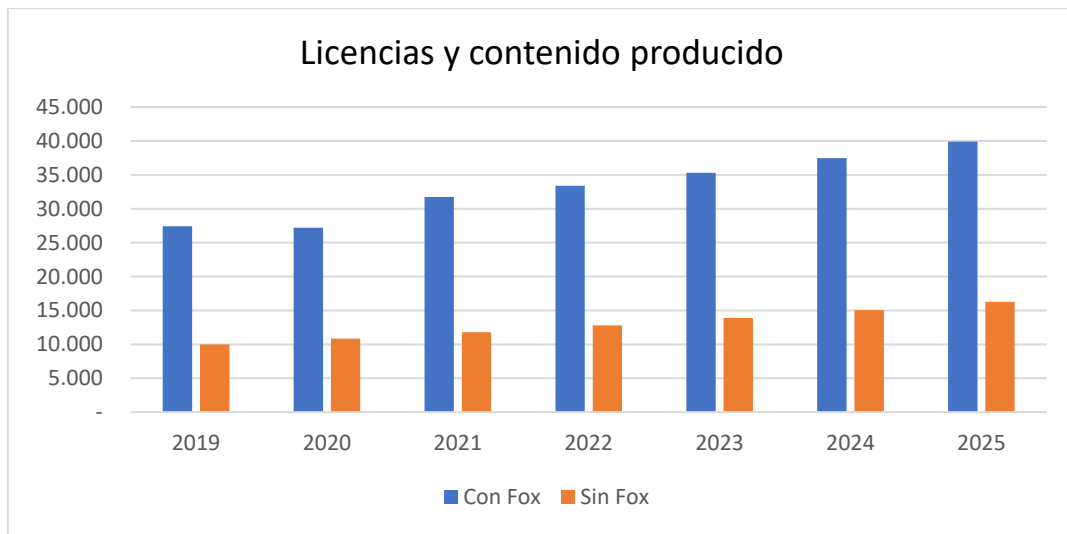
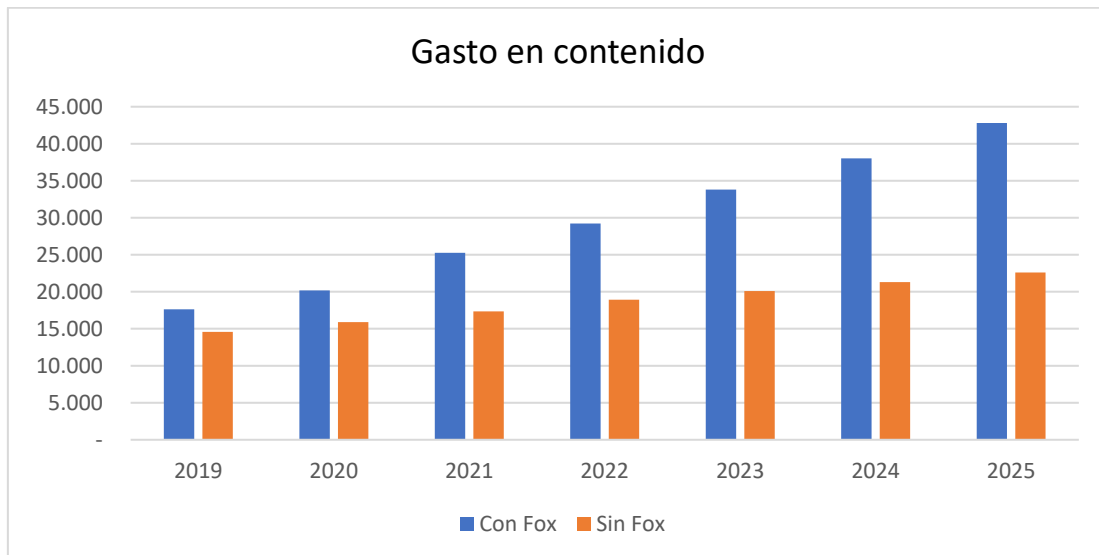


Gráfico 18. Comparación de gasto en contenido



Como indican la gráfica 17, vemos que la cuenta de licencias y contenido producido es mucho mayor debido a la compra de Fox. No solo eso, podemos observar que la

diferencia va aumentando hasta alcanzar los 23 \$ Bn de diferencia con las cuentas sin Fox. Esto se debe porque al integrar a Fox, una compañía que se dedica a los medios y entretenimiento, adquirieron una gran cantidad de licencias y contenido producido. Especialmente debido a que Fox es una productora histórica, con varias décadas de contenido.

Así mismo, vemos que las proyecciones con Fox tienen mayores gastos en contenido y licencias. Esto se debe a, como hemos mencionado antes, la adquisición de contenido ha tenido un impacto importante en la línea de *Direct to Consumer*. Esto ha proporcionado una gran oportunidad para Disney, por ello para poder capitalizarla Disney va a realizar una importante inversión en contenido. Así mismo, aunque no ha tenido tanto efecto, las líneas de negocio de *Media Network* y *Studio Entertainment* también han sido impactadas, por ello invertir en producciones para estas líneas también es importante, especialmente porque este contenido puede ser después utilizado para la plataforma de vídeo bajo demanda.

En conclusión, podemos identificar que la compra de Fox ha proporcionado un gran impulso para las líneas de medios y entretenimiento de Disney. Esto, se traduce en que Disney haga una gran inversión en contenido para sacarle el máximo beneficio a esta ventaja.

### CAPEX y Depreciación

Hablando de inversiones, también debemos mirar cómo ha evolucionado el CAPEX y la depreciación en ambas proyecciones.

Para proyectarlas, hemos calculado el *Net Capital Expenditure*, que equivale a la diferencia entre el CAPEX y el total de la depreciación y amortización. Una vez hecho esto, hemos calculado la ratio de *Net Capital Expenditure* dividido por ventas para *Disney Media and Entertainment*; que agrupa las tres líneas de negocio de medios y entretenimiento; y para *Parks, Experiences and Products*. Utilizando el promedio de años anteriores, hemos proyectado el *Net Capital Expenditure*.

Una vez adquirido este dato, utilizando el promedio de incrementos anteriores de la depreciación y amortización hemos proyectado este dato. Sumando este con el *Net Capital Expenditure* proyectado anteriormente hemos calculado el CAPEX para ambas.

En cuanto al gasto en *Corporate* hemos asumido que se repetirá en los mismos años y para la amortización de TFCF y Hulu, en el caso de las cuentas con Fox, hemos proyectado un descenso basado en el descenso del 2021.

Gráfico 19. Comparación de la evolución del CAPEX

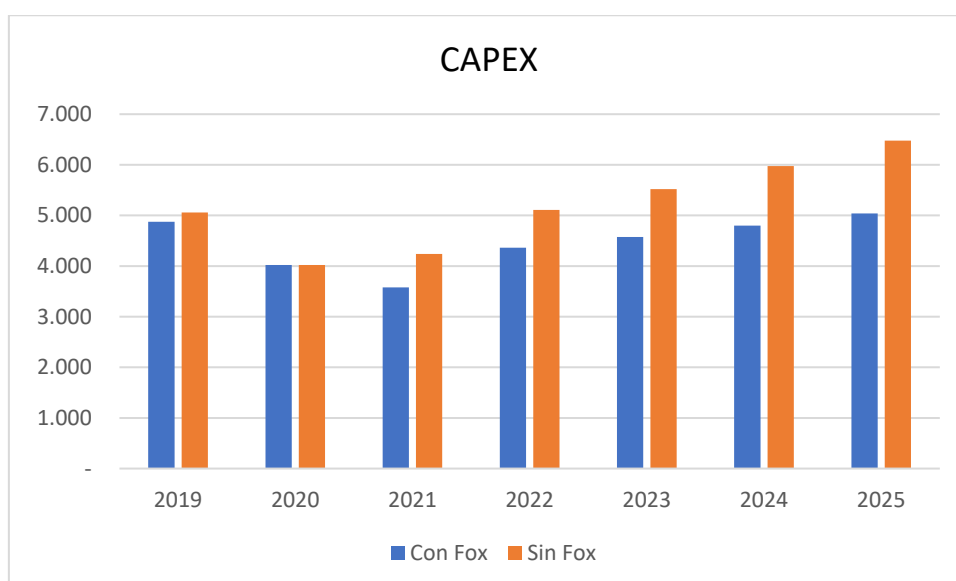
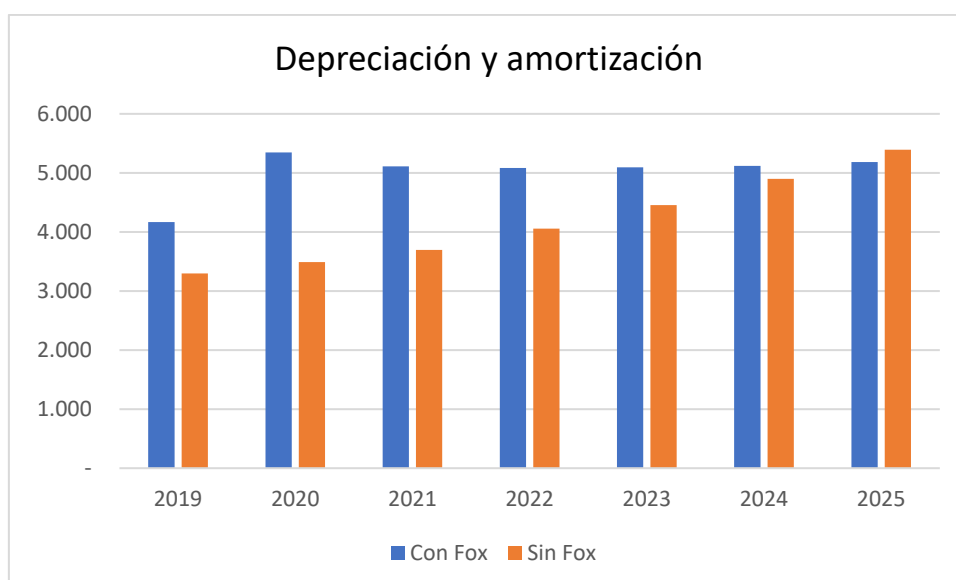


Gráfico 20. Comparación de la evolución de la depreciación y amortización



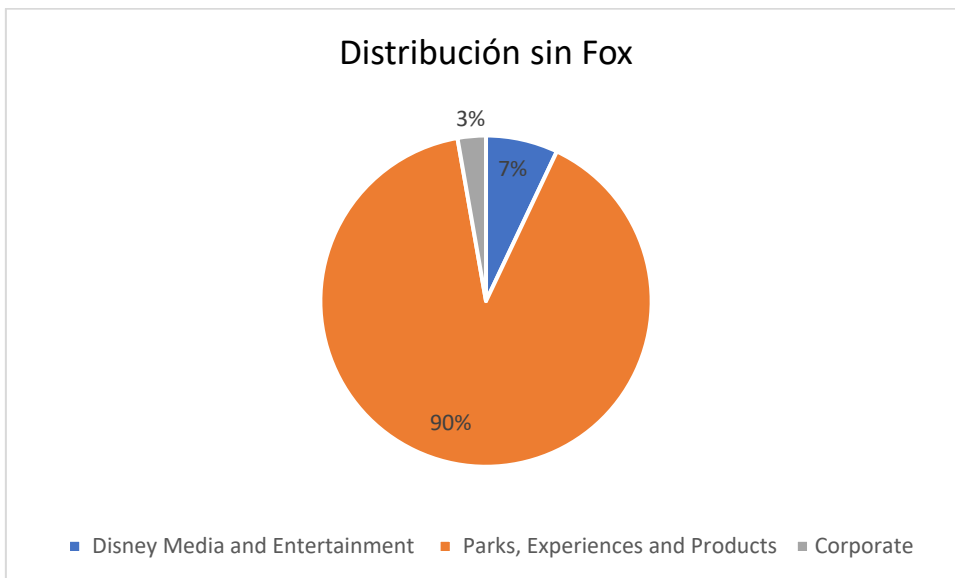
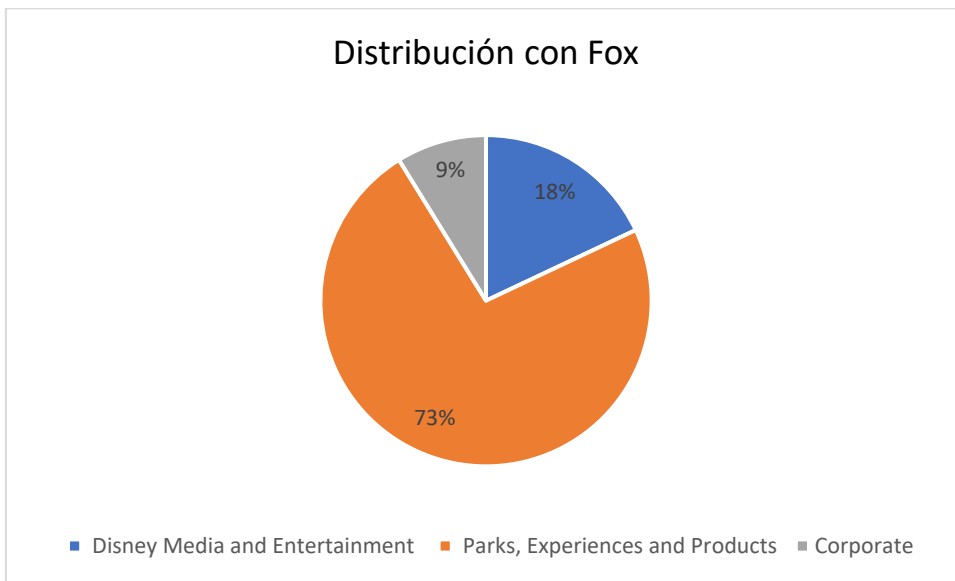
Sorprendentemente nos encontramos que las proyecciones sin Fox son las que tienen una inversión mayor, mientras que las proyecciones con Fox tienen una depreciación y amortización mayor exceptuando 2025.

La mayor amortización se explica debido a que la amortización de los activos de Fox y Hulu, la cual no existe en el caso de las cuentas sin Fox. Al ser una amortización que corresponde con la adquisición, no con la inversión en activos, esto hace que en muchos puntos supere al CAPEX de las proyecciones con Fox. Según esta amortización desciende, el total de la depreciación y amortización se normaliza empezando a ser similar a las inversiones. Es por lo que para 2025, ya está por debajo de las proyecciones sin Fox.

En cuanto a la diferencia en el CAPEX, que llega a ser de 1.4 \$ Bn, esto se debe a una diferencia de prioridades. Como hemos mencionado antes, Fox ha impulsado las líneas de negocio de medios y entretenimiento. Especialmente, ha proporcionado una gran posición y ventaja para la plataforma Disney+. Por ello, como hemos visto, las inversiones se han centrado en el contenido que no forma parte del CAPEX.

Por otro lado, en las cuentas sin Fox, no ha habido esa focalización en invertir en contenido. Por ello, esto ha dejado más recursos disponibles para invertir en otras líneas de negocio como se puede observar en los gráficos más abajo.

*Gráfico 21 y 22. Comparación de la distribución del CAPEX*



Es decir, podemos concluir que la adquisición de Fox ha tenido un impacto importante en la estrategia de crecimiento de Disney. Es por ello, que estas diferencias ocurren.

### Deuda e intereses

Para proyectar la deuda con Fox, hemos utilizado el descenso del año 2021 y lo hemos dividido entre 2.

Para las cuentas sin Fox, hemos concluido que no habría cambios en el 2019 y en 2025. En cambio, para 2020 hemos utilizado el promedio de años anteriores y el promedio de años anteriores en negativo para 2021. Por último, para 2022 a 2024, utilizamos el promedio de años anteriores en negativo ajustado.

Para los intereses cogimos el porcentaje de interés sobre la deuda del último año y lo repetimos para los siguientes años.

Gráfico 23. Comparación de la evolución de la deuda

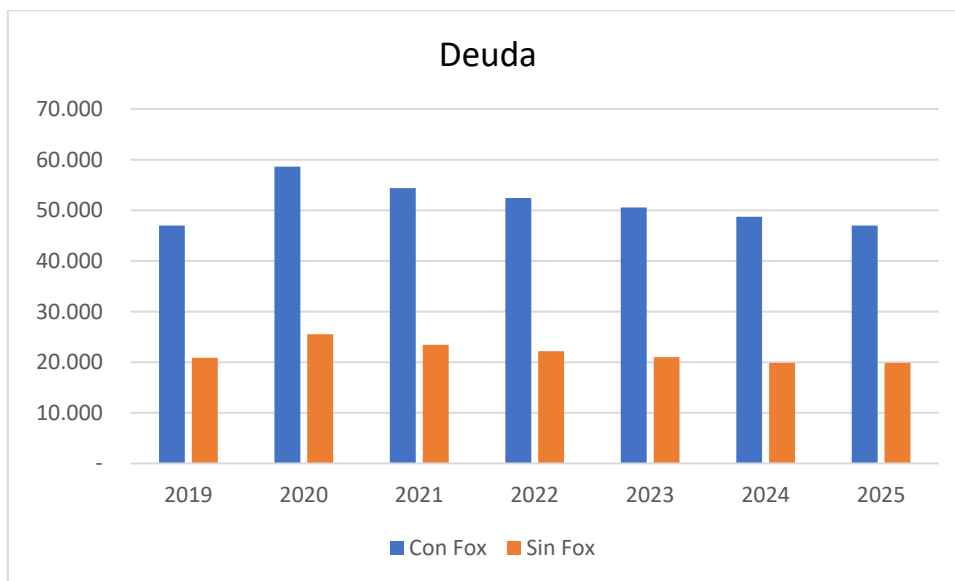
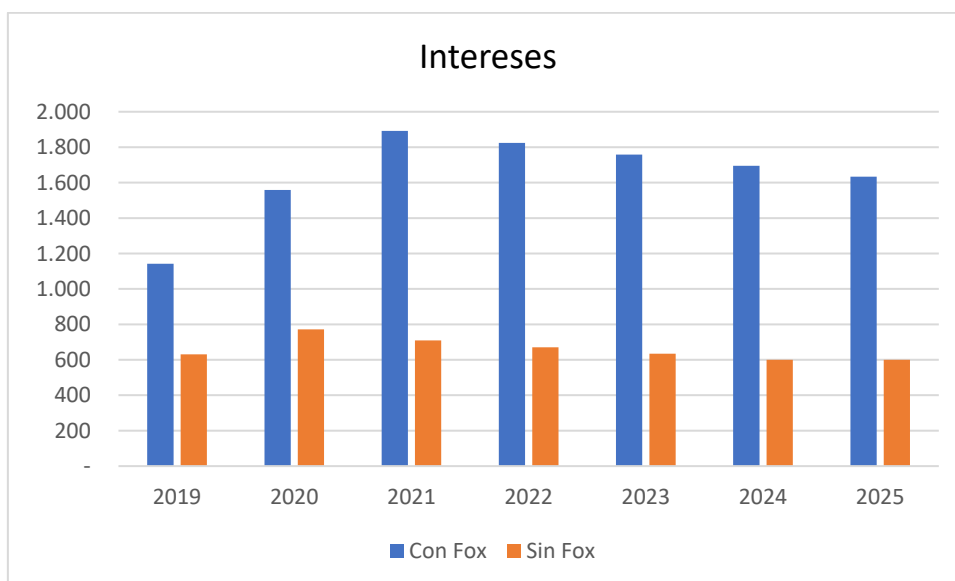


Gráfico 24. Comparación de la evolución de los intereses sobre la deuda





Como podemos observar, debido a la absorción de la deuda con Fox y a la deuda adquirida para realizar la operación, las cuentas con Fox tienen una deuda e intereses mayores. Así mismo, debido a una mayor escala el aumento de la deuda debido a la pandemia es mucho mayor con Fox que sin Fox, una diferencia de 7 \$ Bn.

Aun así, vemos que en el caso de las proyecciones con Fox para el 2025 vuelven a niveles posteriores a la pandemia; al igual que en el caso de las proyecciones sin Fox. Así mismo, en términos de peso de la deuda, las proyecciones con Fox para 2025 lo sitúan en alrededor de un 20%; mientras que las otras lo sitúan en un 12%. Aunque sigue siendo una diferencia del 8%, está lejos del 29% del 2020 y se corresponde con niveles de deuda mucho más normales viendo posteriores años de Disney; como el 2015.

Por ello, aunque hay claras diferencias en los niveles de endeudamiento entre ambas proyecciones no podemos observar que la compra de Fox vaya a causar excepcionalidades en las cuentas de Disney.

### Flujos de caja

Una vez establecido el impacto de la compra en las diferentes cuentas y como afectará en el futuro, podemos analizar los flujos de caja. Esto es extremadamente importante, ya que serán estos flujos de caja los que descontaremos y utilizaremos para hacer una valuación de la compañía con y sin Fox. Es decir, son los que utilizaremos para establecer el valor de las sinergias.

Obviamente, los flujos de caja dependen de todas las cuentas que acabamos de proyectar. Por eso, entender los impactos de la compra en cada cuenta nos ayudará a entender las diferencias entre los flujos de caja.

Gráfico 25. Comparación del Flujo de caja de operaciones

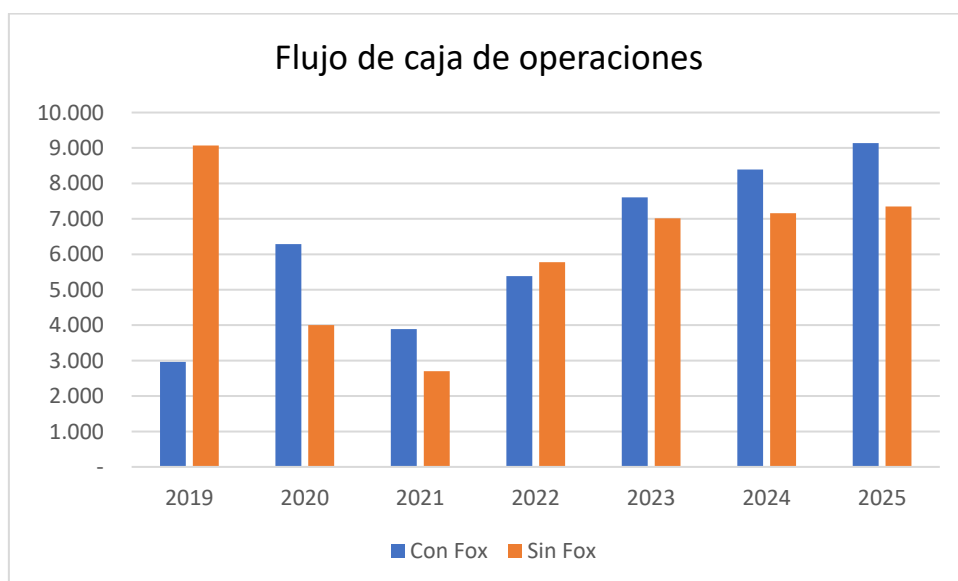
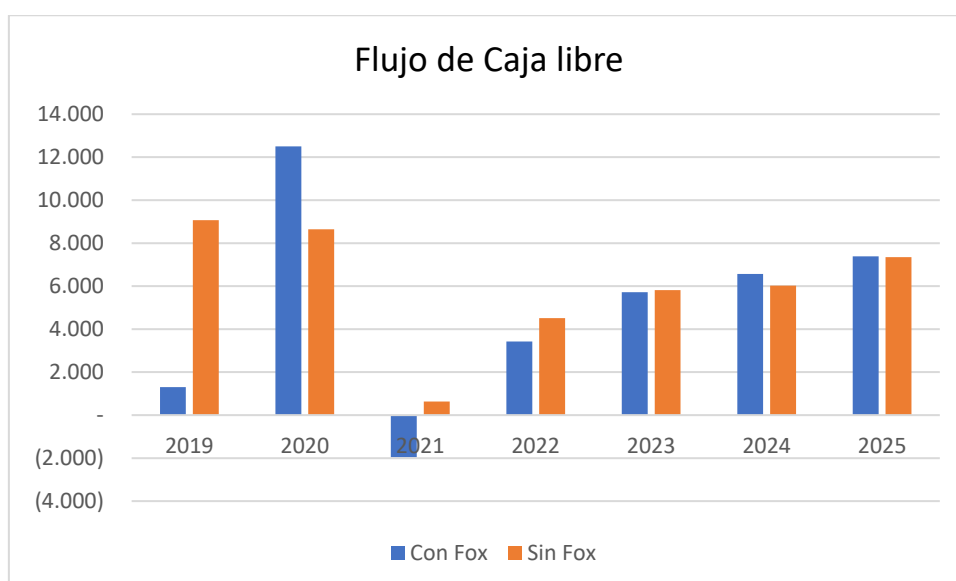


Gráfico 26. Comparación del Flujo de Caja Libre



Vemos que, aunque en los primeros años las proyecciones sin Fox aportan más flujo de caja que las proyecciones con Fox. Esto es normal durante los primeros años de la adquisición. Pero según las sinergias que hemos mencionado en los ingresos, estructura de coste, contenido empiezan a tener un efecto más pronunciado; los flujos de caja operativos con Fox empiezan a sobrepasar y crecer a mucho mayor ritmo. Es por eso por lo que para 2025, los flujos de caja operativos con Fox están casi 2 \$ Bn por encima que las proyecciones sin Fox.

Por ello, podemos concluir que efectivamente las sinergias con Fox están creando valor, lo único que queda por determinar es si el valor total está por encima del premium pagado por Disney.

A esto no le ayuda, que el flujo de caja libre de ambas proyecciones sea muy similar con muy pequeñas diferencias. Esto se debe a que los cambios en la deuda son mucho mayores en las proyecciones con Fox. Aunque en porcentaje de descenso sea mayor en el caso de las cuentas sin Fox, al ser mucho mayor la deuda con la adquisición de Fox los cambios son mucho mayores en valor. Es decir, que estos cambios reducen en parte el valor de las sinergias hasta 2025.

Aun así, los dos últimos años están por encima de las proyecciones sin Fox. A esto se le suma, que una vez alcanzado una estabilidad con el peso de la deuda estos cambios no afectaran a los flujos de caja de 2025 para adelante.

### Valuación de la compañía con y sin Fox

Para hacer la valuación de las cuentas con y sin Fox hemos utilizado el modelo de descuento de flujos de caja. Es decir, proyectar los flujos de caja de los próximos años y, utilizando el último año como base, hacer una perpetuidad a partir del último año asumiendo que este se repetirá.

Para ello, hemos calculado el WACC para la tasa de descuento y utilizado el promedio del crecimiento del PIB global durante 2016 a 2021 para la tasa de crecimiento; que utilizaremos para la perpetuidad.

*Tabla 14. Comparación de las valuaciones*

Millones de \$ (Excepto precio por acción)	Con Fox	Sin Fox
Valor del Patrimonio Social	214.867	180.351
<i>Deuda neta</i>	7.932	<i>(26.340)</i>
Valor de empresa	222.798	154.011
<i>Número de acciones</i>	<i>1.818</i>	<i>1.488</i>
Precio por acción	118,19	121,20

Como se podría deducir del análisis de los flujos de caja, el valor del patrimonio social de Disney y su valor de empresa es mucho más alto debido a la compra de Fox. La diferencia del valor de empresa es mucho mayor, debido al efecto de la deuda neta; que en el caso de sin Fox es negativa. Es decir, que en el caso de Disney sin Fox el valor de su caja supera al de la deuda, pero no así en las proyecciones con Fox.

En cuanto el valor del patrimonio social, que es dónde nos centraremos principalmente, vemos una diferencia de 34 \$ Bn entre ambas proyecciones. En otras palabras, el valor de las sinergias que la compra de Fox ha aportado es de 34 \$ Bn y, por ello, esto significa que la compra de Fox ha tenido un impacto positivo en términos de la creación de valor.

Aun así, debido a que la compra de Fox generó un incremento en el número de acciones, vemos que el precio por acción de la compañía es menor. El valor de la acción de las proyecciones con Fox es de 3,01 dólares por acción más bajo. Esto podría significar que, con la pandemia, los inversores no creen que Disney vaya a poder generar tanto valor con la adquisición. Aunque, más probable es que sea una reacción negativa al ver diluidas sus acciones y beneficios.

Igualmente, la conclusión sigue siendo la misma. El valor de Disney es mayor con la compra de Fox debido a las sinergias que la compra le ha proporcionado y, es por ello, que podemos determinar que la compra ha tenido un impacto positivo en la creación de valor. Por lo tanto, lo único que queda es evaluar la compra, ver si las sinergias superan el valor del premium pagado y determinar las razones detrás del éxito o fracaso de la compra.

## Análisis de la compra

Disney anunció la compra de Fox el 15 de diciembre de 2017 por 56,6 \$ Bn. En ese momento Fox tenía una capitalización bursátil de 44,1 \$ Bn.

*Tabla 15. Fox antes de la adquisición*

Capitalización Bursátil	44.125
Nº de acciones	1.368
Precio de la acción antes de la adquisición	32,25

(source: [Histórico de la cotización de 21 Century Fox B \(TFCF\) - Investing.com](https://www.investing.com/historical/21centuryfox-b),2022)

Esta oferta pone el precio de la acción en 38,40 dólares, es decir un premium de 8,276 \$ Bn o de un 18,76%.

Posteriormente, el 13 de junio de 2018, Comcast anunció una oferta de compra sobre Fox de 65 \$ Bn. Esto forzó a Disney a subir su oferta a 71,3 \$ Bn, dándonos la oferta y el premium final.

*Tabla 16. Oferta final de compra y cálculo del premium (millones de \$ excepto datos por acción)*

Precio de la oferta	71.300
Nº de acciones	1.368
Precio por acción	52,11
Premium por acción	19,86
Premium (%)	61,59%
Valor total del premium	27.175

(source: [https://elpais.com/economia/2019/03/20/actualidad/1553066131\\_887474.html](https://elpais.com/economia/2019/03/20/actualidad/1553066131_887474.html),2022)

Como podemos ver, la última oferta aumenta el premium hasta los 27,175 \$ Bn que es un premium del 61,59%. Lo que nos indica, que es una premium bastante elevada. Aunque Disney ya esté acostumbrada a pagar altos precios para adquirir compañías, como fue con el caso de Pixar, una compañía tan grande como Fox representa un reto a la hora de crear el valor esperado.

Por ello, la primera pregunta que nos debemos hacer es porque Disney paga un premium tan alto. Obviamente, Disney quiere asegurar las diversas sinergias, ya discutidas en este documento, pero debemos recordar el contexto de la industria de medios y entretenimiento. Es una industria altamente consolidada y, con las plataformas de suscripción poniendo presión en la ampliación de la biblioteca de contenidos, hay una intensa competencia en cuanto a las adquisiciones.

Por eso, es probable que la primera oferta fuese ajustada ya que Disney esperaba que otros competidores se uniesen a la puja por Fox. Así mismo, con el estado de la industria era importante también asegurarse que Comcast no se hiciera con Fox. La razón detrás

de esto era que complicaría la posición de Disney en el mercado y complicaría sus posibilidades de crecimiento. De ahí que la segunda oferta fuese mucho mayor que la segunda y que Disney pagase un premium tan alto por la adquisición.

Una vez analizado las sinergias, determinado las diferencias entre ambas proyecciones, visto el proceso compra y calculado el premium podemos determinar si la adquisición creó o no valor.

*Tabla 17. Valor creado por la adquisición*

Valor del patrimonio social	
Disney con Fox	214.867
Disney sin Fox	180.351
Diferencia	34.516
Premium	27.175
Valor creado	7.341

Comparando el valor total de las sinergias, de 34,5 \$ Bn, y el valor total del premium, de 27,1 \$ Bn, podemos ver que el valor total creado por la adquisición es de 7,3 \$ Bn. Es decir que, a pesar del premium tan alto que Disney pagó, la adquisición va a crear valor. Por ello, la conclusión es que la adquisición si creó valor para la empresa y los inversores.

Aun así, su es cierto que vemos que el valor creado es mucho menor debido a que tuvieron que pagar un mayor premium. Por ello, el valor creado es un 10% del precio pagado por la adquisición de Fox. A pesar de ello, sigue siendo un incremento bastante importante.

Para entender por qué de este éxito, debemos ver lo que ha hecho Disney con los activos que adquirió de Fox.

Uno de los mayores éxitos que ha tenido Disney con esta compra, es en la línea de *Direct to Consumer*. Como vemos en las proyecciones, tanto en ingresos como en la estructura de costes, es la línea de negocio que muestra mayor diferencia entre las proyecciones.

Obviamente, lo primero que hicieron con respecto a esta línea de negocio fue juntar la biblioteca de contenidos de Fox y Disney para la plataforma de Disney+, la cual también juntaron con el servicio de video bajo demanda de National Geographic. Así mismo, utilizar los estudios de Fox para producir más series y contenido para dicha plataforma.

Esto se puede ver, como hemos mencionado antes en el incremento del gasto en contenido que ha hecho Disney y ha anunciado que planea continuar durante los próximos años.

Así mismo, el control y adquisición posterior de BAMTech ayudará a Disney a recabar datos e información sobre la experiencia del consumidor. Permitiéndole ajustar su servicio a la demanda del consumidor y adaptarse a sus cambios.

Por último, no debemos disminuir el impacto que ha tenido la pandemia en este segmento. Al ser negados otras formas de entretenimiento, el consumo de las plataformas de video bajo demanda se ha disparado. Como hemos dicho entre las franquicias, biblioteca de contenido y un gran posicionamiento en el mercado asiático; dónde esta industria está creciendo rápidamente; Disney+ ha sacado un gran provecho del impulso que la pandemia ha otorgado a estas plataformas. Por ello, ha podido recortar diferencias con sus principales competidores en el mercado.

En cuanto a las líneas de negocio de *Media Networks* y *Studio Entertainment*, aunque la pandemia ha hecho que se retrase la integración y prevenido que Disney sacase provecho de las economías de escala; si es cierto que les ha otorgado una mayor presencia y control sobre la programación televisiva, así como los grandes *blockbusters* en el cine. Esto se puede ver en los estrenos que tiene planeados, como *Avatar 2*; secuela a la película que más a recaudado en taquilla de la historia; o la nueva película de *Predator*; perteneciente a la famosa franquicia de *Alien*. A esto cabe añadir, todas las franquicias que Fox posee y el talento que Disney ha demostrado para hacer crecer y establecer las franquicias más importantes del entretenimiento.

Aun así, debido a la pandemia Disney todavía debe ajustar su estructura de coste de estas líneas de negocio para sacar beneficio de las economías de escala que ha adquirido. A esto se le añade del reto de los eventos mundiales; guerra de ucrania, el tiroteo de escuelas, la inflación, la situación postpandemia...; que afectan a estas industrias y pueden complicar este proceso.

En conclusión, la decisión de compra y el pago de un premium tan grande, se debe tanto a las sinergias que Disney puede obtener y a la situación de su industria. Aun así, las decisiones de Disney han promovido la creación de valor y han sacado provecho de las sinergias con Fox dentro de lo posible debido a la situación mundial. Mucha de las razones que las sinergias no se han dado en la proporción esperada, pero se deben más a la pandemia, sucesos mundiales y contexto económico; que a las decisiones individuales de Disney. A pesar de ello, la adquisición ha sido positiva para Disney y sus inversores.

## Conclusiones

Como podemos ver, a pesar de los cambios de las hipótesis que llevaron a la compra debido a la pandemia Disney ha conseguido crear valor. La forma que han logrado esto, es centrarse en lo que ellos pueden controlar y adaptarse a la situación dentro de sus posibilidades. Viendo como la pandemia impulsó la plataforma de suscripción, centraron sus recursos en esta mientras manejaban los cambios en sus otras líneas de negocio.

Así mismo, vemos que la confianza de Disney en su análisis y en su capacidad de sacar provecho a las sinergias de la adquisición fueron recompensadas. A pesar de pagar una premium bastante elevada, sabían que los efectos de sinergias se traducirían a largo plazo por las características de la industria y sus activos. Por ello, aunque la pandemia tuvo un gran impacto en la integración de Fox y a la hora de sacar provecho de las sinergias; sabían que esto no significaba que estas oportunidades se fuesen a perder en el futuro y que el valor de estas sinergias seguiría traduciéndose en valor a largo plazo.

Además, esta adquisición ha proporcionado a Disney una posición muy fuerte en tres de las líneas de negocio. Con su experiencia y talento para las franquicias, creación de contenido y hacer que este contenido impacte a todos sus negocios; esta posición es muy provechosa para la compañía.

Es por eso, que este caso demuestra que la toma de riesgos; como el pago de un premium alto para adquirir una compañía; puede ser recompensada si uno se centra en lo que puede hacer para sacar provecho de las oportunidades que tiene. Pero, sobre todo, recalca la importancia de la capacidad de las empresas para entender, adaptarse y buscar oportunidades en las adversidades, así como los cambios bruscos del contexto mundial y macroeconómico.

También creó que los objetivos principales del trabajo han sido cumplidos, hemos determinado si la adquisición creó valor. Así mismo, hemos establecido las sinergias consideradas y determinado que sinergias se han dado o van a darse con la adquisición. Siguiendo esta idea, hemos determinado las razones de porqué estas sinergias se han dado y que acciones han llevado al éxito de la adquisición. Por último, hemos determinado como el Covid ha impactado las hipótesis que manejaba Disney.

Si es cierto, que en algunos casos como la comparación con la industria o el cambio de hipótesis no hemos podido ir en tanta profundidad. Así mismo, debido a la falta de desglose de la información pública no hemos podido proyectar por línea de negocio, lo cuál nos habría proporcionado más detalle en nuestras conclusiones.

En cuanto a la metodología del proyecto, aunque podemos decir que es apropiada si es cierto que hay varias áreas de mejora.

La primera, es el análisis y comparación de la industria. Al ser una industria extremadamente consolidada, muchas compañías operan en diferentes industrias del entretenimiento haciendo el análisis de su conjunto bastante complejo. Aun así, debido a que este está bastante simplificado, hace que no sea posible realizar muchas comparativas con competidores de Disney o con el conjunto de la industria en sí. Esta comparativa podría haber dado mayores conclusiones sobre el estado de la industria posterior a la adquisición y en que se traduce esto para la compañía.

La otra área de mejora en cuanto a la metodología está en las proyecciones. En primer lugar, debido a la complejidad de calcular el impacto de series o películas particulares que pueden convertirse en grandes éxitos decidimos tomar las medias históricas o de la industria. Obviamente, esto no refleja en su totalidad los resultados que la compañía pueda tener en el futuro y, por ello, hacen que nuestras proyecciones sean más sensibles a posibles errores o desviaciones.

Así mismo, a la hora de calcular el impacto de la pandemia en Disney si la adquisición no se hubiese dado, es muy difícil establecer hipótesis que reflejen con gran fidelidad ese escenario. Es por lo que, basándonos en lo que ocurrió en la industria, intentamos replicar este escenario. Esto no significa que el escenario proyectado sea el más ajustado a lo que ocurriría y las hipótesis utilizadas podrían ser revisadas en caso de encontrar algunas que sean más adecuadas para este escenario.

En general, creo que este proyecto es un buen reflejo de la complejidad de las operaciones de adquisición y fusión, así como de los retos que afrontan. Además, hace un claro énfasis en la importancia de las compañías e individuos de ser flexibles, adaptarse a las situaciones y buscar las oportunidades que estos cambios pueden traer. Por último, proporciona un análisis de la compra para los inversores, gestores y otras personas de interés con respecto a Disney; que les proporciona cierta visión y conclusiones sobre la adquisición y su impacto.



## Bibliografía

- Adgate; B (2021) The Impact COVID-19 Had On The Entertainment Industry In 2020. *Forbes* [Online] 13 de abril; Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/bradadgate/2021/04/13/the-impact-covid-19-had-on-the-entertainment-industry-in-2020/?sh=b6b06a2250f0> [Accedido: 6 de mayo de 2022]
- Arkenberg, C.; Evans, A.; Lee P.; Westcott, K. (2021) As the world churns: The streaming wars go global. *Deloitte Insights*[Online]; 1 de diciembre; Disponible en: <https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/technology/technology-media-and-telecom-predictions/2022/streaming-video-churn-svod.html> [Accedido: 10 de febrero de 2022]
- Ayuso, R. (2012) Disney compra Lucasfilm. *El País* [Online]; 31 de octubre; Disponible: [https://elpais.com/cultura/2012/10/30/actualidad/1351627793\\_778328.html](https://elpais.com/cultura/2012/10/30/actualidad/1351627793_778328.html) [Accedido: 5 de noviembre de 2021]
- Bachman, D. (2022) United States Economic Forecast; *Deloitte Insights* [Online]17 de marzo; Disponible en: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/us-economic-forecast/united-states-outlook-analysis.html> [Accedido: 4 de mayo de 2022]
- Castillo, M. (2017) Disney to buy 21st Century Fox assets in a deal worth more than \$52 billion in stock. *CNBC* [Online]; 14 de diciembre; Disponible: <https://www.cnbc.com/2017/12/14/disney-to-buy-21st-century-fox-assets.html> [Accedido: 17 de septiembre de 2021]
- CompaniesMarketCapt (2022) *Market capitalization of Walt Disney (DIS)* [Online] Disponible en: <https://companiesmarketcap.com/walt-disney/marketcap/> [Accedido: 6 de abril de 2022]
- Damodaran, A. (2022) Historical Growth Rate in Earnings by Industry (Spreadsheet) Sacado: 10 de abril de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- Damodaran, A. (2022) Capital Expenditures, Depreciation, Reinvestment Rate and Sales to Capital Ratios by Industry (Spreadsheet) Sacado: 15 de abril de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- Damodaran, A. (2022) R&D Expenditures (Spreadsheet) Sacado: 18 de abril de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- Damodaran, A. (2022) Operating and Net Margins by Industry Sector (Spreadsheet) Sacado: 10 de abril de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Damodaran, A. (2022) Working Capital Requirements by Industry Sector (Spreadsheet)  
Sacado: 13 de abril de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en:  
[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Damodaran, A. (2022) COVID effects (mkt cap & operations) by Industry (Spreadsheet)  
Sacado: 9 de mayo de 2020 de *Useful Data Sets*. Disponible en:  
[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)

Del Pino, J. (2001) Disney amplía su imperio televisivo con Fox Family. *El País* [Online];  
24 de julio; Disponible:  
[https://elpais.com/diario/2001/07/24/sociedad/995925611\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2001/07/24/sociedad/995925611_850215.html) [Accedido: 5  
de noviembre de 2021]

EFE (2019) Disney cierra la compra de 21st Century Fox por 71.300 millones de dólares.  
*El País* [Online]; 20 de Marzo; Disponible:  
[https://elpais.com/economia/2019/03/20/actualidad/1553066131\\_887474.html](https://elpais.com/economia/2019/03/20/actualidad/1553066131_887474.html)  
[Accedido: 17 de septiembre de 2021]

DELOITTE (2018) *Future scenarios for the TV and video industry by 2030*. Publisher:  
Deloitte [Online]; Disponible en:  
<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/gx-future-of-tv-video.html> [Accedido: 8 de enero de  
2022]

Franciulli, N. (2020) Cómo Walt Disney creó el mega imperio que es hoy en día su  
compañía. *Spoiler* [Online] ; 15 de diciembre; Disponible:  
<https://spoiler.bolavip.com/extra/Walt-Disney-cuantas-empresas-tiene-la-empresa-de-entretenimiento-20201205-0001.html> [Accedido: 18 de septiembre, 2021]

Investing (2022) *Histórico de la cotización de 21 Century Fox B (TFCF)*. [Online]  
Disponible en: [Histórico de la cotización de 21 Century Fox B \(TFCF\) - Investing.com](https://www.investing.com/historical/21-century-fox-b-tfcf)  
[Accedido: 2 de octubre de 2021]

Infront (2022) *Beta apalancada / Beta no apalancada The Walt Disney Company (DIS / USA)* [Online] Disponible en: <https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/30041NU/The-Walt-Disney-Company/beta> [Accedido: 5 de abril de 2022]

Krafczyk, M. P. (2019). *A media and entertainment colossus: the acquisition of 21st Century Fox by The Walt Disney Company* (Doctoral dissertation).

Macrotrends (2022) *10 Year Treasury Rate - 54 Year Historical Chart*. [Online]  
Disponible en: [10 Year Treasury Rate - 54 Year Historical Chart | MacroTrends](https://www.macrotrends.net/10-year-treasury-rate)  
[Accedido: 6 de abril de 2022]

Lee, E. ; Brooks, B. (2018) Comcast Offers \$65 Billion for 21st Century Fox, Challenging  
Disney. *The New York Times* [Online] 13 de junio, p.1; Disponible:  
<https://www.nytimes.com/2018/06/13/business/media/comcast-fox-disney-bidding-war.html> [Accedido: 17 de septiembre de 2021]

Statista (2022) *Average market risk premium in the United States from 2011 to 2021* [Online] Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/#:~:text=The%20average%20market%20risk%20premium,and%205.7%20percent%20since%202011.> [Accedido: 6 de abril de 2022]

Statista (2022) *Global inflation rate from 2016 to 2026* [Online] Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/256598/global-inflation-rate-compared-to-previous-year/#:~:text=In%202020%2C%20the%20inflation%20rate,compared%20to%20the%20previous%20year.&text=Inflation%20is%20often%20defined%20as,prices%20of%20.> [Accedido: 30 de abril de 2022]

Statista (2022) *Forecasted change in revenue from the travel and tourism industry due to the coronavirus (COVID-19) pandemic worldwide from 2019 to 2020* [Online] Disponible en: <https://www.statista.com/forecasts/1103426/covid-19-revenue-travel-tourism-industry-forecast> [Accedido: 20 de abril de 2022]

Statista (2022) *Growth of the global gross domestic product (GDP) from 2016 to 2026* [Online] Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/273951/growth-of-the-global-gross-domestic-product-gdp/> [Accedido: 13 de abril de 2022]

THE WALT DISNEY COMPANY (2019) *Disney and 21st Century Fox Announce per-Share Value in Connection with \$71 Billion Acquisition*. California: The Walt Disney Company. [Online] Disponible en: <https://thewaltdisneycompany.com/disney-and-21st-century-fox-announce-per-share-value-in-connection-with-71-billion-acquisition/> [Accedido: 25 de septiembre de 2021]

UNITED STATES OF AMERICA. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2015-2022) *Annual Report*. Washington, D.C.: SEC (Report numbers: 211447310, 201351521, 191235100; no hemos encontrado la de años anteriores). Disponible en: <https://thewaltdisneycompany.com/investor-relations/> [Última vez Accedido: 5 de abril de 2021]

Hmong (2022) *Lista de adquisiciones de Disney* [Online] Disponible en: [https://hmong.es/wiki/List\\_of\\_acquisitions\\_by\\_Disney](https://hmong.es/wiki/List_of_acquisitions_by_Disney) [Accedido: 20 de febrero de 2022]

Wikipedia (2022) *Listo of mergers and acquisitions* [Online] Disponible en: [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_largest\\_mergers\\_and\\_acquisitions](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_mergers_and_acquisitions) [Accedido: 25 de febrero de 2022]

