



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de “The Walt Disney Company”

Autor: Juan Gabriel Di Gregorio

DNI: 30.925.328

Director de Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Ciudad de Buenos Aires, 13 de diciembre de 2023

Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es valorar el capital accionario al 30 de septiembre de 2022 de The Walt Disney Company, empresa líder en el mercado del entretenimiento. Fundada en 1923 en California, Estados Unidos como estudio de animación, hoy se ha transformado en uno de los conglomerados de medios más importante de ese país.

Sus actividades incluyen canales de televisión, plataformas digitales, estudios de cine y la operación de hoteles y parques temáticos alrededor del mundo.

En primer lugar, el trabajo se centra en conocer a la empresa y las actividades que realiza para luego conocer más sobre las diferentes industrias en las que opera y sus competidores.

Luego se realiza un análisis de los últimos estados financieros de la compañía para conocer su situación económica y financiera a través de diferentes indicadores y la observación de empresas comparables.

Basado en esta información sobre la empresa y la industria, se procede a realizar la valuación del capital accionario a través del método de flujo de fondos descontado. Para ello, se calcula en primer lugar el costo de capital de la firma que incluye la estimación de los parámetros tasa libre de riesgo, prima de riesgo de mercado, Beta de la compañía y costo de su deuda. A través del método de flujo de fondos descontados se llega a una valuación de USD 127,16 por acción al 30 de septiembre de 2022. Adicionalmente, se consideraron dos escenarios adicionales (pesimista y optimista) que arrojan una valuación de USD 107,56 y USD 138,85.

El valor de la acción en el mercado al 30 de septiembre de 2022 era de USD 94,33. Esta diferencia puede deberse a que el mercado anticipa menores crecimientos en los negocios de empresa, con menores expectativas a las volcadas en este trabajo.

Finalmente, se realizó una valuación alternativa a través del método de valuación por múltiplos. Para ello se seleccionaron empresas comparables del mercado y se utilizó el múltiplo EV/EBITDA. Con este método se estimó el valor de la acción entre USD 87,63 y USD 114,58, en un rango inferior al obtenido por el método anterior.

Índice

Resumen Ejecutivo	ii
1. Glosario	1
2. Descripción del negocio.....	2
2.1. Segmentos de negocio	7
2.1.1. Distribución de medios y entretenimiento - Canales de televisión.....	7
2.1.2. Distribución de medios y entretenimiento - Plataformas digitales.....	11
2.1.3. Distribución de medios y entretenimiento - Estudios de cine y otros	15
2.1.4. Parques, experiencias y productos	17
2.2. Capital accionario	20
2.2. Historia.....	25
3. Análisis de la industria.....	27
3.1. Canales de televisión.....	28
3.2. Plataformas digitales.....	30
3.3. Estudios de Cine.....	32
3.4. Parques, experiencias y productos.....	33
3.5. Competidores	36
4. Análisis Financiero.....	41
4.1. Ratios de rentabilidad	43
4.2. Ratios de rentabilidad por segmento de negocio	49
4.3. Ratios crediticios	54
4.4. Ratios operativos.....	57
4.5. Ratios de actividad	59
4.6. Comparación con pares de mercado	61
5. Valuación por flujo de fondos descontados	64
5.1. Tasa libre de riesgo.....	64
5.2. Prima de riesgo	65
5.3. Beta	65
5.4. Costo del capital propio	67
5.5. Costo de la deuda	67
5.6. Costo promedio ponderado del capital	68
5.7. Flujo de fondos libre.....	69
5.7.1. Canales de Televisión	70
5.7.2. Plataformas digitales.....	71

5.7.3. Estudios de cine	74
5.7.4. Parques, experiencias y productos	76
5.8. Activos fijos e intangibles	78
5.9. Capital de trabajo	80
5.10. Valor terminal	81
5.11. Valuación	82
5.12. Análisis de sensibilidad	83
6. Valuación por múltiplos	84
7. Conclusiones	87
8. Bibliografía	88
8.1. Bibliografía académica	88
8.2. Informes y reportes	88
8.3. Sitios web	89
Anexo A – Flujo de fondos – Escenario base	90
Anexo B – Flujo de fondos – Escenario pesimista	91
Anexo C – Flujo de fondos – Escenario optimista	92

Índice de ilustraciones

Ilustración 1 - Canales de Televisión de Disney	7
Ilustración 2 - Plataformas de video bajo demanda	11
Ilustración 3 - Estudios de cine	15
Ilustración 4 - Parques y hoteles de la compañía	17

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Evolución de ventas totales de Disney 2017-2022	3
Gráfico 2 - Evolución de EBITDA de Disney 2017-2022	4
Gráfico 3 - Ventas por segmento ejercicio 2022	6
Gráfico 4 - Evolución de ventas - Canales de Televisión	10
Gráfico 5 - Evolución de EBITDA - Canales de Televisión	10
Gráfico 6 - Evolución de ventas - Plataformas Digitales	13
Gráfico 7 - Evolución de EBITDA - Plataformas Digitales	14
Gráfico 8 - Evolución de Ventas - Estudios de cine	16
Gráfico 9 - Evolución de EBITDA - Estudios de cine	16
Gráfico 10 - Evolución de ventas - Parques, experiencias y productos	18

Gráfico 11 - Evolución de EBITDA - Parques, experiencias y productos	20
Gráfico 12 - Evolución del precio de las acciones de Disney (base sep-17 = 100)	23
Gráfico 13 - Evolución de acciones de Disney, Comcast y XLC (Base sep-17 = 100)	24
Gráfico 14 - Retorno acumulado de las acciones de Disney y Comcast.....	24
Gráfico 15 - Ingresos proyectados para televisión	29
Gráfico 16 - Ingresos proyectados para servicios SVOD.....	30
Gráfico 17 - Usuarios proyectados de servicios SVOD	31
Gráfico 18 - ARPU proyectado para servicios SVOD.....	31
Gráfico 19 - Cantidad de suscriptores por competidor del mercado SVOD	32
Gráfico 20 - Ingresos proyectados para entradas de cine	33
Gráfico 21 – Ventas del mercado de Parques de atracciones y temáticos por empresa en 2022	34
Gráfico 22 - Ingresos proyectados para parques temáticos.....	36
Gráfico 23 - Evolución del margen operativo de Disney 2018 - 2022	44
Gráfico 24 - Evolución del margen EBITDA de Disney 2018-2022.....	45
Gráfico 25 - Evolución de las ganancias netas de Disney 2018-2022.....	46
Gráfico 26 - Evolución de la tasa de rendimiento ROA de Disney 2018-2022	47
Gráfico 27 - Evolución de la tasa de rendimiento ROE de Disney 2018-2022	48
Gráfico 28 - Evolución del Margen Bruto - Canales de televisión	49
Gráfico 29 - Evolución de Margen Operativo - Canales de Televisión	49
Gráfico 30 - Evolución de Margen Bruto - Plataformas Digitales	50
Gráfico 31 - Evolución de Margen Operativo - Plataformas Digitales	51
Gráfico 32 - Evolución de Margen Bruto - Estudios de cine	51
Gráfico 33 - Evolución de Margen Operativo - Estudios de cine.....	52
Gráfico 34 - Evolución de Margen Bruto - Parques, experiencias y productos	53
Gráfico 35 - Evolución de Margen Operativo - Parques, experiencias y productos	53
Gráfico 36 - Evolución de deuda financiera y patrimonio neto de Disney 2018-2022	54
Gráfico 37 - Evolución de capital de trabajo de Disney 2018-2022	58
Gráfico 38 - Evolución de suscriptores de SVOD de Disney 2020-2022	60
Gráfico 39 - Evolución del ARPU de los suscriptores SVOD de Disney 2020-2022	60
Gráfico 40 - Regresión lineal DIS vs. prima de riesgo de mercado	66
Gráfico 41 - Beta apalancado de Disney calculado a partir de firmas comparables	66
Gráfico 42 - Ventas proyectadas para canales de televisión de Disney	71
Gráfico 43 - Ventas proyectadas para plataformas digitales de Disney	72

Gráfico 44 - Evolución del margen operativo de Netflix 2019-2023	73
Gráfico 45 - Márgenes operativos proyectados para plataformas digitales de Disney	74
Gráfico 46 - Ventas proyectadas para estudios de cine de Disney	75
Gráfico 47 - Margen operativo proyectado para estudios de cine de Disney	76
Gráfico 48 - Ventas proyectadas para parques, experiencias y productos de Disney	77
Gráfico 49 - Margen operativo proyectado para parques, experiencias y productos de Disney	78

Índice de tablas

Tabla 1 - Tenencias de la acción de Disney por inversores institucionales (septiembre 2023)21	
Tabla 2 - Tenencias de la acción de Disney por fondos de inversión (septiembre 2023)	22
Tabla 3 - Evolución del capital accionario de Disney 2018-2022 en millones de acciones	22
Tabla 4 - Asistencia mundial anual a parques de atracciones y temáticos	35
Tabla 5 – Evolución de EBIT y Ganancia Neta normalizados.....	41
Tabla 6 - Evolución de activos, pasivos y patrimonio neto 2018-2022.....	42
Tabla 7 - Deuda y Patrimonio Neto.....	43
Tabla 8 - Composición de deuda financiera de Disney 2018-2022	55
Tabla 9 - Evolución de ratios de estructura financiera de Disney 2019-2022	56
Tabla 10 - Evolución de ratios operativos de Disney 2018-2022	59
Tabla 11 - Indicadores de rentabilidad de Disney vs. pares de mercado	61
Tabla 12 - Indicador de gestión operativa de Disney vs. pares de mercado	62
Tabla 13 - Indicador de gestión financiera de Disney vs. pares de mercado	62
Tabla 14 - Bonos emitidos por Disney. Fuente: Börse Frankfurt	68
Tabla 15 - Evolución de activos fijos de Disney 2018-2022.....	78
Tabla 16 - Evolución de activos intangibles de Disney 2018-2022.....	79
Tabla 17 - Evolución del capital de trabajo de Disney 2018-2022	80
Tabla 18 - Proyección de capital de trabajo en relación a las ventas	81
Tabla 19 - Cálculo del valor por acción de Disney	82
Tabla 20 - Cálculo del valor por acción, comparación en diferentes escenarios.....	83
Tabla 21 - Múltiplos de compañías comparables.....	84
Tabla 22 - Calculo del valor por acción a partir de múltiplos con EBITDA proyectado	85
Tabla 23 - Análisis de sensibilidad del valor accionario de Disney	86
Tabla 24 - Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Disney.....	86

1. Glosario

ARPU: del inglés “Average Rate per User”. Se refiere al promedio de ingresos por usuario de un determinado servicio.

CAGR: por sus siglas en inglés, “Coupounded annual growth rate”, en español tasa de crecimiento anual compuesta.

CAPM: del inglés Capital Assets Pricing Model, o modelo de valoración de activos financieros.

COVID-19: enfermedad por coronavirus de 2019.

EBIT: por sus siglas en inglés, Earnings before interest and tax. En español, ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITDA: por sus siglas en inglés “Earnings before interest, tax, depreciation and amortization”. En español, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

EV: del inglés Enterprise value, o valor de la empresa.

FCFF: del inglés free cash flow to the firm, o flujo de fondos libre.

FRED: Federal Reserve Bank of St. Luis Economic.

HIBOR: tasa de oferta interbancaria de Hong Kong, es una tasa de interés de referencia ampliamente utilizada en los mercados financieros de Hong Kong. Sirve como tasa de referencia para diversos productos financieros.

OTT: del inglés over-the-top, es un servicio que consiste en la transmisión de contenidos (audio, video u otros) a través de internet.

ROA: por sus siglas en inglés, Return over Assets. En español, retorno sobre activos.

ROE: por sus siglas en inglés, Return on Equity. En español, retorno sobre acciones.

SOFR: del inglés “Secured Overnight Financing Rate”, es una tasa de interés publicada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. SOFR puede verse como la tasa de interés promedio para préstamos garantizados emitidos en USD con un vencimiento de 1 día.

Streaming: se refiere a la distribución digital de contenido multimedia a través de una red de computadoras, de manera que el usuario utiliza el producto a la vez que se descarga.

SVOD: servicio VOD que se monetiza a través de una suscripción periódica.

USD: código estándar para la denominación del dólar estadounidense.

VOD: por sus siglas en inglés, “Video on demand”. Servicios en los que el consumidor puede seleccionar, dentro de una librería preestablecida, aquellos títulos (series, películas, documentales, etc.) que desea consumir, generalmente posible gracias a internet.

WACC: Costo de capital teniendo en cuenta el costo de capital propio y el costo de deuda.

XLC: identificador del fondo de inversión de servicios de comunicación. Este fondo busca replicar el rendimiento de compañías de telecomunicación, medios y entretenimiento.

2. Descripción del negocio

Disney es una compañía de alcance mundial dedicada a la industria del entretenimiento a través de diferentes negocios: canales de televisión, plataformas digitales, estudios de cine y opera hoteles y parques de atracciones alrededor del mundo.

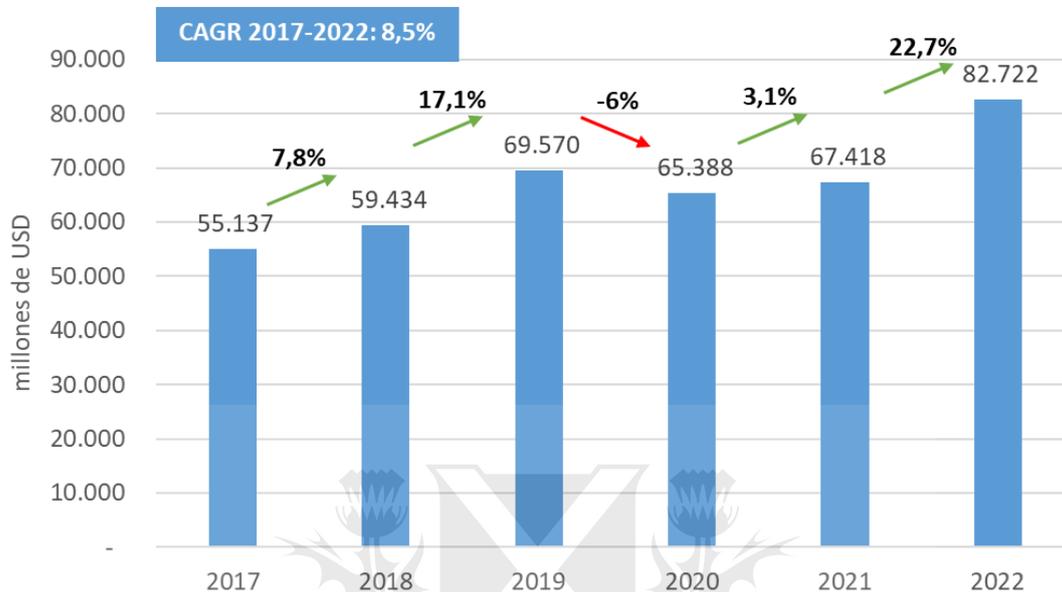
La misión de Disney es entretener, informar e inspirar a gente alrededor del mundo a través del poder de narración, a través de sus marcas icónicas, mentes creativas y tecnologías innovadoras.

La compañía desarrolla sus operaciones principalmente a través de estos segmentos de negocio:

- Distribución de medios y entretenimiento, que contiene todos los medios de entretenimiento y negocios de contenido de la compañía a nivel mundial. Este segmento se subdivide a su vez en tres líneas de negocio:
 - o Canales de televisión
 - o Plataformas digitales
 - o Estudios de cine y otros
- Parques, experiencias y productos, que contiene los parques temáticos, la línea de cruceros, los destinos turísticos, así como los negocios globales de productos de consumo.

En el ejercicio 2022 la compañía obtuvo ventas por USD 82.722 millones, lo que representa un CAGR de 8,5% desde el año 2017.

Gráfico 1 - Evolución de ventas totales de Disney 2017-2022



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

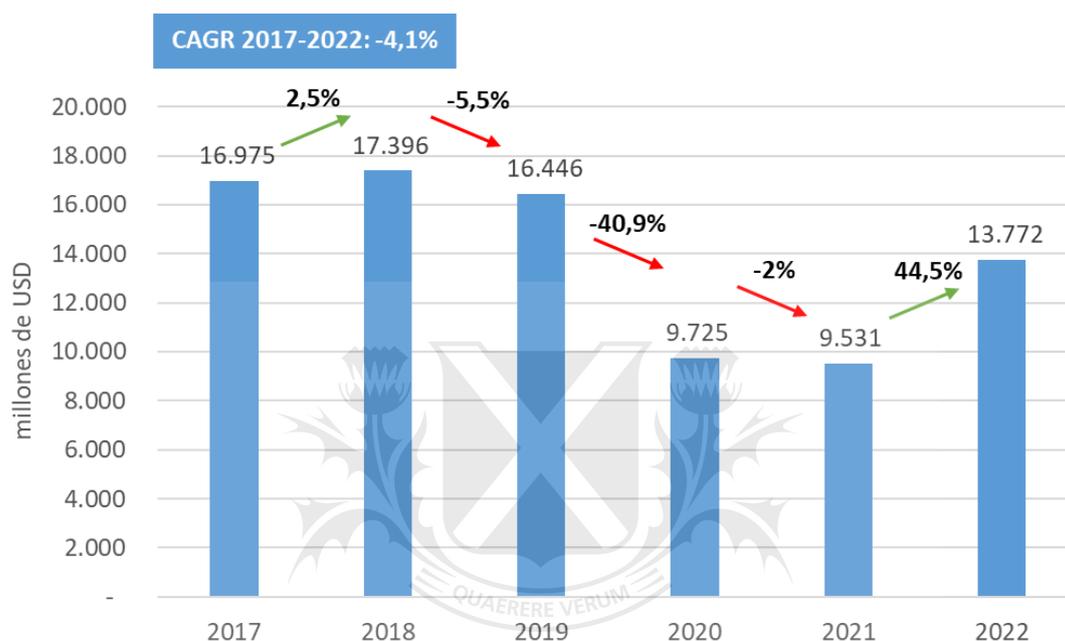
Se observa en el gráfico que la compañía ha mostrado crecimientos en sus ventas en todos los años con excepción del 2020. Esta disminución fue provocada por la pandemia de COVID-19 y los principales negocios afectados en ese año fueron los de parques, experiencias y la distribución de películas en salas de cine debido a las restricciones de salubridad dispuestas por los distintos países.

En cuanto a los incrementos de los últimos años se debe destacar que el incremento de 2019 corresponde principalmente a la compra del paquete accionario de Fox, que le permitió a Disney incorporar ventas provenientes principalmente de los negocios de televisión y cine de esa firma.

Asimismo, en 2022 se observa un incremento de 22,7% como resultado principalmente de una gran recuperación del segmento de parques y experiencias. Dado que para fines de 2021 los principales países ya habían anulado las restricciones, el segmento pudo volver a funcionar con normalidad y, gracias a estrategias de producto y precios que se comentan más adelante, logró superar el nivel de ventas anterior a la pandemia.

En cuanto a los resultados operativos, Disney obtuvo en el ejercicio 2022 USD 13.772 millones, lo que representa una disminución con respecto a 2017, como se muestra a continuación.

Gráfico 2 - Evolución de EBITDA de Disney 2017-2022



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

La disminución que se observa en el período responde a varios factores. En el año 2019, la compra de Fox produjo un incremento de ventas como fue mostrado anteriormente, pero al mismo tiempo se incrementaron los gastos operativos en una proporción mayor, en parte por algunas de las líneas de negocio adquiridas y en parte por mayores costos en producción de contenido y en las operaciones de los parques. Por ejemplo, los costos de servicios se incrementaron en 32% en el periodo 2018-2019, y los gastos administrativos en un 30% en el mismo período.

En el año 2020 el EBITDA se ve afectado como resultado de dos factores. En primer lugar y principalmente por la caída en la actividad los segmentos afectados por la pandemia de COVID-19, que provoca una disminución de ventas sin una reducción similar en costos debido a los costos fijos de operación de los parques. Al mismo tiempo, en noviembre 2019 se lanza la plataforma Disney+ para el mercado de Estados Unidos, lo

que implicó costos de lanzamiento y el inicio de un negocio nuevo para la compañía que arroja márgenes negativos.

En 2022 la compañía logra revertir parcialmente la disminución de EBITDA, con un incremento del 44,5% con respecto al año anterior. Este incremento fue posible principalmente gracias a la recuperación del segmento de parques y experiencias, al mismo tiempo que se vieron mejoras de rendimiento en otros segmentos.

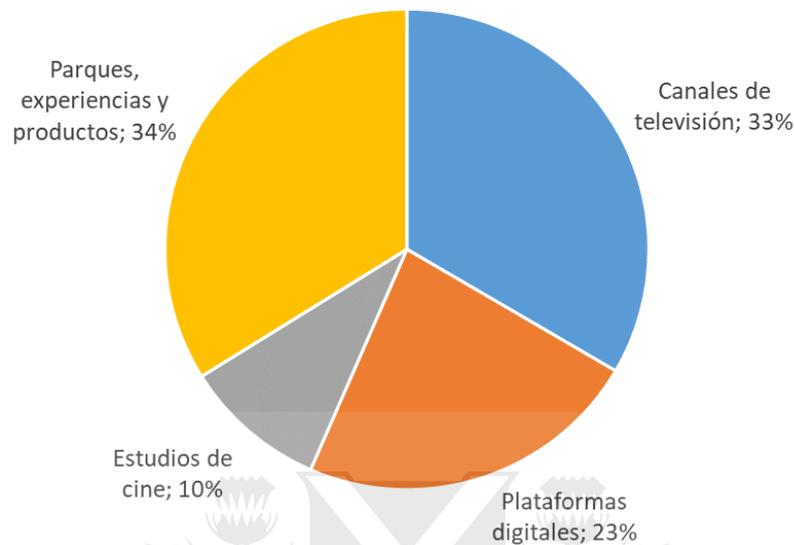
En los últimos años la compañía ha incrementado significativamente su foco en distribución de contenido a través de su propia plataforma digital en relación con las formas más tradicionales de distribución. En general, las películas eran tradicionalmente distribuidas primero en cines, luego en alguna forma de entretenimiento en el hogar y finalmente en televisión y SVOD. Al mismo tiempo, contenido episódico era estrenado en los canales de televisión propios de la compañía y luego licenciado para otras plataformas y canales de terceros.

Aunque la compañía continúa teniendo una fuente de ingreso significativa de estas formas de distribución, el nuevo foco en su plataforma digital ha tenido diversos impactos. En primer lugar, ha comenzado a producir contenido exclusivo para los servicios SVOD propios. En segundo lugar, en vez de vender su contenido a terceros lo distribuye primero a través de sus plataformas digitales. Por último, y en parte debido al impacto del COVID-19 en las salas de cine, ha adoptado estrategias para lanzar ciertas películas al mismo tiempo en cine y en plataforma digital.

Como consecuencia, la compañía ve a futuro un incremento de ingresos y costos en la línea de plataformas digitales en detrimento del resto de las líneas.

A continuación, se muestra la apertura por segmento de las ventas de acuerdo con los últimos cuatro reportes anuales emitidos por la compañía:

Gráfico 3 - Ventas por segmento ejercicio 2022



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual de la Compañía 2022

Los dos segmentos más importantes a nivel ventas en 2022 fueron los Parques, experiencias y productos y los canales de televisión, seguidos por el segmento de plataforma digitales. Es importante destacar la relevancia que continúa manteniendo el segmento de canales a pesar de las proyecciones de la industria que a futuro muestran una tendencia de este negocio a ser reemplazado por otras formas de consumo de contenido en el hogar.

2.1. Segmentos de negocio

2.1.1. Distribución de medios y entretenimiento - Canales de televisión

Ilustración 1 - Canales de Televisión de Disney



Consiste en la venta de las señales de ABC, Disney Channel, ESPN, FX, National Geographic, entre otros, en el territorio de los Estados Unidos e internacionalmente, a cable operadores y otros distribuidores de señales. También incluye la venta de espacio publicitario en esos canales.

Los principales competidores en el mercado de señales son otros emisores de señal y cadenas de televisión y otros medios como servicios de video en línea y video juegos. En cuanto al negocio de publicidad, los competidores son otros emisores de señales y cadenas de televisión y de radio, así como otros medios que ofrecen espacio de publicidad como sitios en línea, diarios, revistas y anuncios en vía pública.

Los principales ingresos de esta línea de negocio son:

- Tarifas de afiliados: es la tarifa que se cobra a los proveedores de señales por cable o satelital para que estos puedan hacer uso de las señales ofrecidas por Disney y puedan incluirlas en su grilla de canales para transmitir las a los consumidores. En general, las tarifas son fijas y calculadas con base en los suscriptores mensuales que reporta cada afiliado. Los contratos son firmados por varios años. Las tarifas dependen principalmente de la cantidad y calidad del contenido de las señales.

- Ingresos por publicidad: son las tarifas que se cobra a los clientes por anunciar en los espacios publicitarios de las señales de televisión de la compañía. Las tarifas son variables de acuerdo con factores como horarios, audiencia, duración, entre otros.

Los principales costos asociados a este negocio son los costos de producción y programación de contenido, que incluyen producción de programas en vivo, producción de películas y series originales y licencias de títulos adquiridos a terceros. También existen costos técnicos, operativos y de distribución de las señales.

El negocio de canales de televisión se subdivide en canales domésticos (de Estados Unidos) y canales internacionales.

Los canales domésticos incluyen canales de cable Disney, ESPN, Freeform, FX y National Geographic; así como señales abiertas de la cadena ABC.

Los canales Disney presentan contenido original o adquirido destinado a diferentes públicos infantiles, entre las edades de 2 a 14 años.

Los canales ESPN incluyen 8 señales de 24 horas de programación deportiva: ESPN, ESPN2, ESPNU, ESPNEWS; SEC Network, Longhorn Network, ESPN Deportes y ACC Network. También incluye la aplicación de ESPN para distintos dispositivos que permite el acceso bajo demanda de contenido deportivo. ESPN es propiedad 80% de la compañía y un 20% es propiedad de Hearst Corporation.

Los canales Freeform y FX emiten series y películas en su programación, tanto de producción propia como adquirida a terceros.

Los canales de National Geographic incluyen contenido documental sobre historia, naturaleza, ciencia, tecnología y cultura. La compañía es propietaria del 73% y el 27% restante es propiedad de National Geographic Society.

Las señales abiertas de ABC tienen acuerdos con aproximadamente 240 estaciones de televisión locales en Estados Unidos, llegando a casi el 100% de todos los hogares en ese país. Esta cadena produce contenido de horario estelar, así como noticieros y otro contenido durante todo el día.

En cuanto a los canales internacionales, tienen su foco en entretenimiento general, deportes y contenido familiar y operan bajo cuatro marcas principales: Disney, ESPN, Fox y Star. Utilizan contenido propio de la compañía, así como contenido adquirido a terceros. Debido al creciente foco de la compañía en su plataforma digital también en mercados internacionales, se espera un impacto negativo en estos canales.

En sus últimas presentaciones a los inversores, la compañía destaca que continua la tendencia de los consumidores de “cortar el cable”.

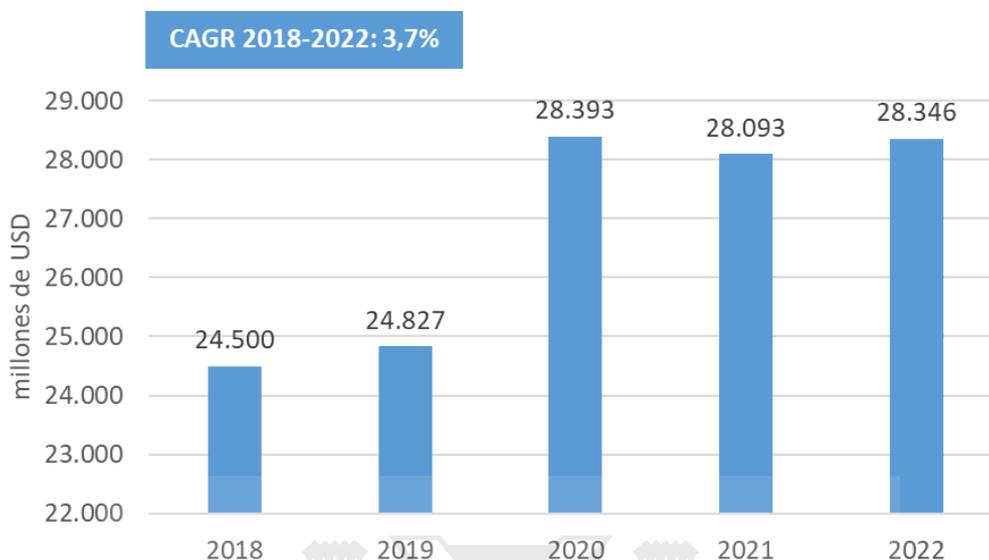
Este término se refiere a la tendencia de los espectadores a cancelar sus suscripciones a servicios de televisión por cable, dejando de ver canales que resultan caros o reduciendo el número de horas que visualizan esta televisión. En su reemplazo, consumen contenido en los medios de comunicación digitales disponibles en internet como servicios SVOD, Youtube, streaming, entre otros. Este contenido de Internet, según los consumidores, es gratuito o significativamente más barato que el mismo contenido proporcionado vía cable.

A pesar de esta tendencia, el negocio de televisión de la compañía se mantiene rentable. La administración de la compañía ha expresado que igualmente se encuentra analizando opciones, pero espera continuar con este negocio y con la creación de contenido en el futuro.

En cuanto a deportes, la audiencia continua en crecimiento en los canales de televisión de ESPN, a pesar de las bajas en el servicio de suscripción por cable. La compañía se encuentra buscando alianzas estratégicas para ESPN donde se retenga control del negocio.

Cabe destacar que el segmento de canales de televisión se mantiene estable durante los últimos tres años, aunque con poco crecimiento en cuanto a ingresos. En el año 2022, se obtuvo un incremento de 6% en las tarifas acordadas con los cableoperadores, parcialmente compensado por una reducción del 4% en la cantidad de suscriptores.

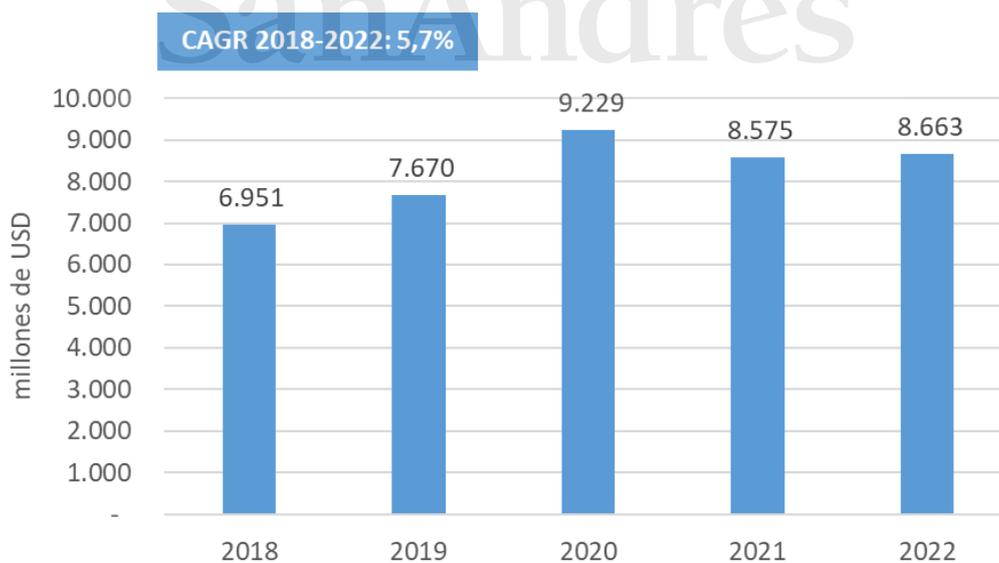
Gráfico 4 - Evolución de ventas - Canales de Televisión



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

El EBITDA de los canales de televisión se mantiene estable y en el año 2022 no tuvo variaciones significativas en lo que respecta a costos.

Gráfico 5 - Evolución de EBITDA - Canales de Televisión



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

2.1.2. Distribución de medios y entretenimiento - Plataformas digitales

Ilustración 2 - Plataformas de video bajo demanda



Conformado por los servicios de suscripción directos al consumidor de Disney+, ESPN+, Hotstar y Hulu, ofrecidos a los clientes directamente o a través de terceros.

Disney+ ofrece contenido de las marcas Disney, Pixar, Marvel, Star Wars y National Geographic. Fuera de Estados Unidos y Latinoamérica, también incluye contenido de entretenimiento general bajo la marca Star. Se estima que el total de suscriptores en octubre de 2022 era de 165 millones.

Disney+ tiene algunas variantes regionales:

- Disney+ Hotstar es el servicio de suscripción disponible en India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Ofrece además del contenido de Disney+ contenido local y deportivo de interés para ese mercado.
- Star+ es un servicio de suscripción separado en Latinoamérica que ofrece contenido de entretenimiento general y deportivo en vivo.

ESPN+ es un servicio de suscripción que ofrece contenido deportivo, incluyendo contenido en vivo. El contenido deportivo incluye artes marciales, hockey, fútbol, boxeo, golf, tenis y cricket, entre otros. En octubre de 2022, la cantidad estimada de suscriptores era de 24 millones.

Hulu es el servicio que ofrece entretenimiento general en Estados Unidos, que incluye además acceso a señales de televisión y contenido premium. El número de suscriptores se estima en 47 millones en octubre de 2022.

Los principales ingresos de esta línea de negocio son

- Tarifas de suscripción: es la tarifa mensual o anual que se cobra a cada persona que se suscribe a los servicios de “streaming”. Existen diferentes servicios de suscripción, con y sin publicidad.
- Tarifas de publicidad: las tarifas que se cobra a los clientes por anunciar en los diferentes espacios publicitarios que ofrece la plataforma digital.

Desde su lanzamiento, Disney+ excedió sus metas en cuanto a crecimiento de suscriptores, que ha sido el factor clave para medir el éxito de este tipo de plataformas. Y esto sucedió mientras la compañía hacía inversiones en tecnología y contenido y, al mismo tiempo, todavía estaba definiendo las estrategias de precio, marketing, contenido e inversión en mercados internacionales.

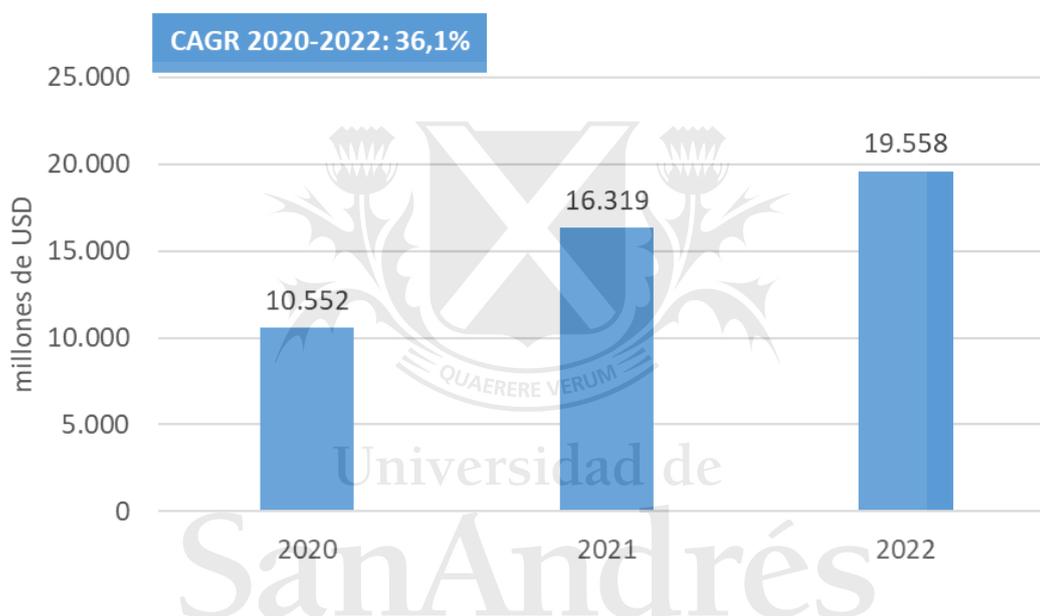
Durante el año 2023, la compañía tiene planes para continuar creciendo en este segmento y convertirlo en un negocio rentable, enfocándose en:

- Priorizar fortaleza de marcas y franquicias
- Racionalizar el volumen y el gasto en contenido y en qué mercados se invierte
- Lanzamiento de tecnología necesaria para mejorar la experiencia de usuario y la economía del negocio
- Aprovechar oportunidades de ventaneo, perfeccionando estrategias de precio y marketing, maximizando el potencial de venta de publicidad
- Hacer al contenido de Hulu disponible para suscriptores de Disney+. La compañía se está moviendo hacia una experiencia unificada en una sola aplicación, que ofrezca contenido de entretenimiento general junto con las marcas Disney. Todo el contenido disponible en un solo lugar, para mejorar la experiencia del usuario y ofrecer mejores oportunidades a anunciantes.

Hasta el final del tercer trimestre del año fiscal 2023 (junio 2023) hay 3.3 millones de suscripciones con anuncios. Y desde el inicio de esta modalidad, el 40% de los suscriptores eligen la opción con anuncios.

En 2023 se elevaron los precios en casi 50 países para reflejar mejor el valor del contenido ofrecido. El impacto en la retención ha sido menor al esperado.

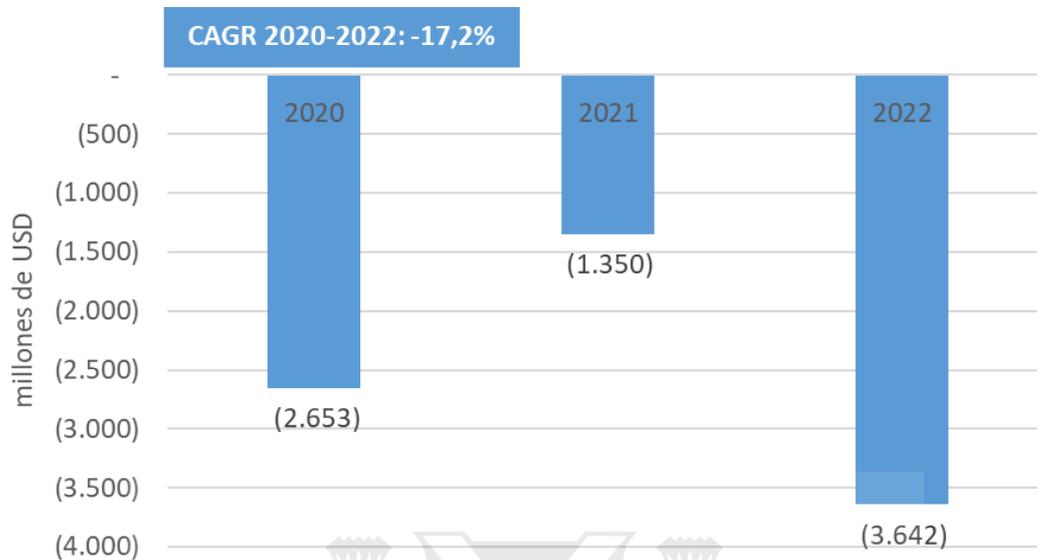
Gráfico 6 - Evolución de ventas - Plataformas Digitales



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2020-2022

El incremento en ventas que se observa a lo largo de los años se debe a los lanzamientos de las distintas plataformas mencionadas en cada región. En 2022, el incremento se debe principalmente a un aumento en los ingresos por suscripción, que es debido principalmente a un incremento en la cantidad de suscriptores en un 20% por crecimientos de Disney+, Hulu y ESPN+. Al mismo tiempo, se incrementaron las tarifas en un promedio de 9%.

Gráfico 7 - Evolución de EBITDA - Plataformas Digitales



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2020-2022

El segmento de Plataformas digitales arroja pérdidas operativas por las inversiones iniciales que se realizaron para el lanzamiento de las plataformas en los últimos años en las diferentes regiones, especialmente en lo que respecta a contenido. En particular en 2022, los costos en contenido se incrementaron un 32% principalmente por un aumento en la cantidad y el costo promedio de la programación original. Los gastos operativos también se incrementaron en un 30% debido al crecimiento en los mercados existentes y en menor medida por la expansión a nuevos mercados.

2.1.3. Distribución de medios y entretenimiento - Estudios de cine y otros

Ilustración 3 - Estudios de cine



Este segmento está principalmente conformado por la producción de películas a través de los estudios Walt Disney Pictures, Twentieth Century Fox, Marvel, Lucasfilm, Pixar, entre otros, así como su distribución en salas de cine. Compite con otros productores de películas para cine o televisión.

El principal ingreso de este segmento es la tarifa cobrada a las salas de cine para la exhibición de las películas producidas. Esta tarifa es generalmente calculada como una tarifa fija por cantidad de espectadores que compran la entrada para cada película.

Este segmento también incluye ventas de licencias de contenido a terceros.

El principal costo de esta línea de negocio está dado por la producción de las películas y las campañas de marketing para promocionar nuevos estrenos.

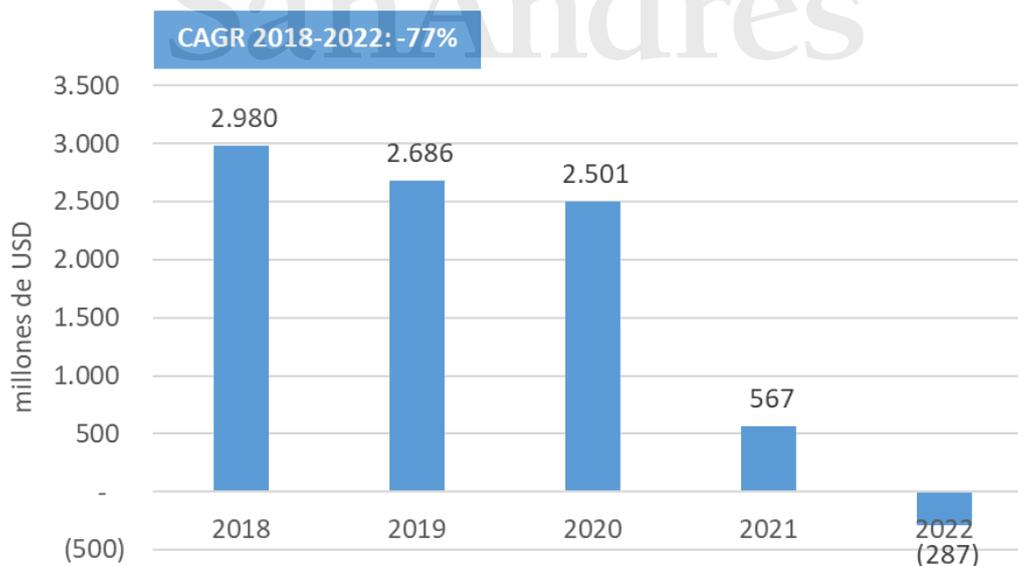
Gráfico 8 - Evolución de Ventas - Estudios de cine



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

En el período bajo análisis se observan disminuciones de ventas por las restricciones por la pandemia, con un recupero en 2022 luego que se eliminaran dichas restricciones.

Gráfico 9 - Evolución de EBITDA - Estudios de cine



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

El resultado operativo de los estudios de cine muestra un descenso desde la pandemia, provocado en 2020 y 2021 por la reducción de ingresos sin reducir la amortización de producciones y costos fijos. En 2022 se da una situación similar, pero debido al incremento en los costos de producción se llega un resultado operativo negativo de USD 287 millones.

2.1.4. Parques, experiencias y productos

Ilustración 4 - Parques y hoteles de la compañía



Universidad de

En este segmento se agrupan los parques temáticos de Disney ubicados en diferentes territorios alrededor del mundo, línea de cruceros, línea de hoteles; y los productos de consumo a través de tiendas propias o de licencias otorgadas a terceros.

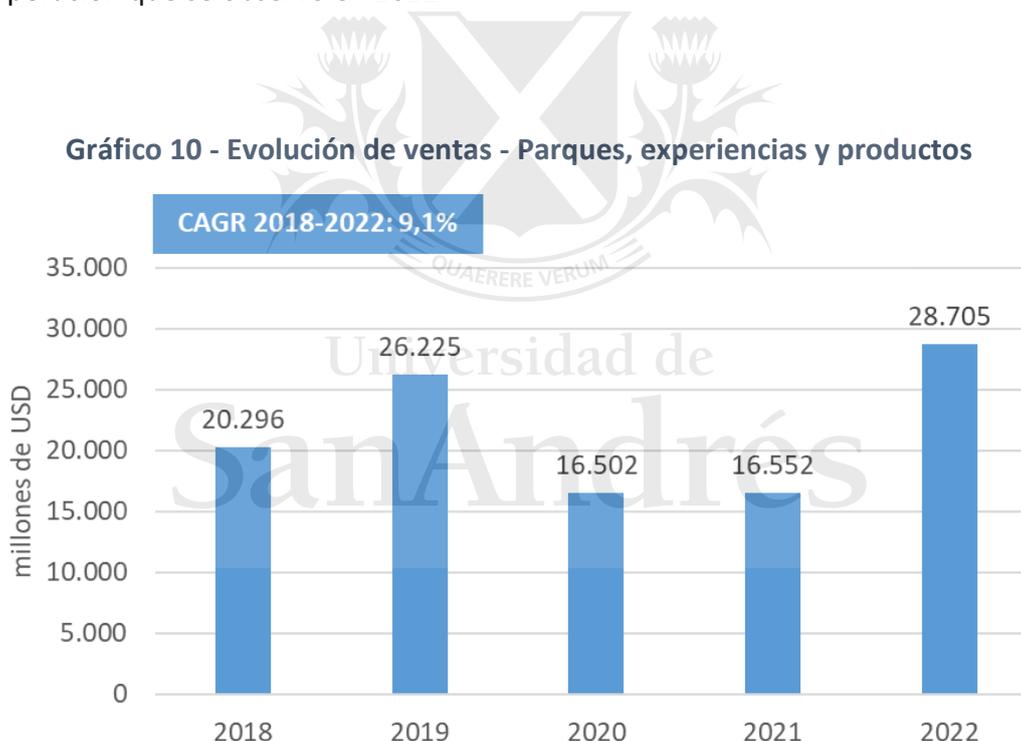
Parques y experiencias compite con otras formas de entretenimiento, actividades recreativas, turismo y hospedaje. La asistencia a los parques y hoteles es estacional, variando de acuerdo con épocas de vacaciones, feriados o fechas especiales, y se puede influenciar a través de la apertura de nuevas atracciones o precios promocionales.

Los productos de consumo compiten con otros licenciatarios y productores ubicados en segmentos similares a los de Disney.

Este segmento fue uno de lo más impactados por la pandemia de COVID 19 en 2020, debido a las restricciones de viajes y sanitarias que llevaron al cierre de los parques.

El segmento de Parques, experiencias y productos representaba en el 2019 el 37% de los ingresos de la compañía. Sin embargo, como resultado del cierre de parques temáticos y la suspensión o reducción de la demanda por otros servicios de hospitalidad y turismo, la participación de este segmento se redujo a un 23% en 2020 y a un 24% en 2021. El segmento muestra una recuperación en 2022 como resultado del fin de la pandemia, la apertura de parques y un rebote en la demanda de esta categoría de servicios y experiencias.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de ingresos del segmento de Parques, experiencias y productos y se puede observar la baja que sufrió el negocio en 2020 y la recuperación que se observó en 2022:



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

El incremento en ingresos por admisiones a parques temáticos se debe a un crecimiento en la cantidad de gente que visitó los parques y a un aumento en el valor promedio del ticket por persona. En 2022, se observó más asistencia a Disneyland Resort, Walt Disney World Resort y, en menor medida, a Disneyland Paris, compensado parcialmente por

una disminución en Shangai Disney Resort. El incremento en el valor de ticket se debió al lanzamiento de los productos “Genie+” y “Lightning Lane” en los parques de Estados Unidos. Estos productos son agregados opcionales a los tickets que permiten mejorar la experiencia en los parques temáticos, brindando diferentes beneficios cómo acceso más rápido a los juegos, reservas de restaurantes, entre otros.

Estos incrementos también se vieron acompañados por aumentos en la venta de comida y bebida en parques, así como en la asistencia a los hoteles de Disney.

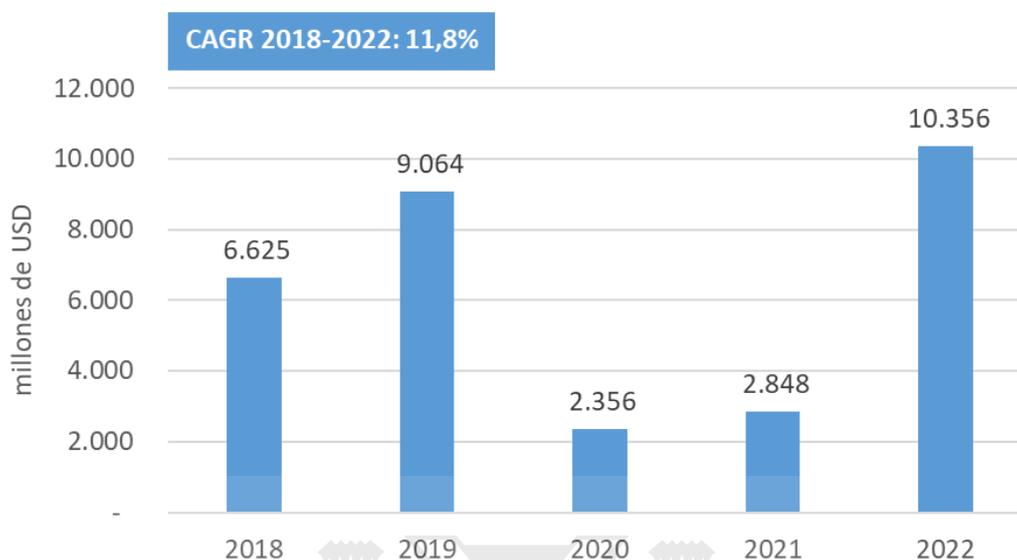
Se debe destacar que la venta de licencias a terceros de marcas Disney no se vio afectada de la misma forma por la pandemia, manteniendo e incluso incrementando su desempeño debido a un incremento en la demanda por productos durante 2020 y 2021. En 2022, la reducción de un 7% corresponde al cierre de tiendas Disney en Estados Unidos y Europa.

En Walt Disney World el desempeño fue menos de lo esperado, debido a la normalización de la demanda posterior al COVID-19 y que la fortaleza relativa del dólar frente a otras monedas se traduce en menos turismo internacional. Adicionalmente, el parque “Starcruiser” va a ser cerrado por su bajo rendimiento y fue amortizado aceleradamente.

En el futuro, la compañía tiene proyectado abrir los siguientes parques en diferentes partes del mundo:

- Nuevas “Frozen themed lands” en Hong Kong Disneyland
- “Walt Disney Studios Park” en Paris
- “Zootopia themed land” en Shangai Disney Resort
- “Avatar Experience” en Disneyland

Gráfico 11 - Evolución de EBITDA - Parques, experiencias y productos



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

El segmento de Parques, experiencias y productos ha mostrado una recuperación total de su resultado operativo, superando niveles anteriores a la pandemia, esto debido al incremento mostrado anteriormente en los ingresos.

Durante el año 2023, los parques internacionales tuvieron un desempeño sólido, pero en particular, los parques asiáticos tuvieron un año excepcional. Shanghai Disney Resort y Hong Kong Disneyland han experimentado recuperos post pandemia mayores a los esperados. En junio de 2023 crecieron significativamente en ingresos, resultado operativo y concurrencia.

2.2. Capital accionario

Las acciones de Disney cotizan en la bolsa de valores de Nueva York desde 1940. A precios del 30 de septiembre de 2022, la capitalización de mercado de la compañía era de USD 172.019 millones.

El capital de la compañía se compone de acciones ordinarias (DIS). De acuerdo con la última información presentada por la compañía, el capital accionario de la entidad asciende a 1.824 millones de acciones comunes. El 65% de las acciones está en manos de accionistas institucionales.

Tabla 1 - Tenencias de la acción de Disney por inversores institucionales (septiembre 2023)

Inversor	Cantidad de acciones	% sobre el total de acciones
Vanguard Group Inc	149.887.754	8,19%
Blackrock Inc.	118.691.454	6,49%
State Street Corporation	72.607.200	3,97%
Morgan Stanley	44.318.444	2,42%
Geode Capital Management, LLC	33.935.205	1,85%
State Farm Mutual Automobile Insurance Co	33.613.312	1,84%
Triam Fund Management, LP	32.868.307	1,80%
Northern Trust Corporation	24.859.476	1,36%
Bank Of New York Mellon Corporation	20.776.815	1,14%
Bank of America Corporation	16.565.826	0,91%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance.

Se puede observar que la tenencia se encuentra altamente fragmentada, siendo el principal inversor Vanguard Group Inc con solo un 8,19% del total accionario.

Las acciones de Disney también forman parte del portafolio de diversos fondos comunes de inversión, donde también se observa una tenencia fragmentada.

Tabla 2 - Tenencias de la acción de Disney por fondos de inversión (septiembre 2023)

Fondo de inversión	Cantidad de Acciones	% sobre el total de acciones
Vanguard Total Stock Market Index Fund	56.976.631	3,11%
Vanguard 500 Index Fund	43.968.845	2,40%
Fidelity 500 Index Fund	20.933.844	1,14%
SPDR S&P 500 ETF Trust	20.581.807	1,12%
iShares Core S&P 500 ETF	17.266.445	0,94%
Vanguard Growth Index Fund	15.880.280	0,87%
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	12.278.581	0,67%
SPDR (R) Idx Shares-SPDR Communication Services Select Sector ETF	7.346.652	0,40%
SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	5.441.586	0,30%
iShares Russell 1000 Value ETF	4.688.069	0,26%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance.

Durante el período 2018 a 2022 el capital accionario ha sufrido las siguientes modificaciones:

Tabla 3 - Evolución del capital accionario de Disney 2018-2022 en millones de acciones

Año	Acciones comunes
2018	1.489
2019	1.802
2020	1.810
2021	1.818
2022	1.824

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

En 2019 la compañía emitió aproximadamente 307 millones de acciones como parte del acuerdo de compra de “Twenty First Century Fox”. En años subsiguientes, la cantidad de acciones se ha mantenido estable.

A continuación, se muestra la evolución del precio de la acción de la compañía:

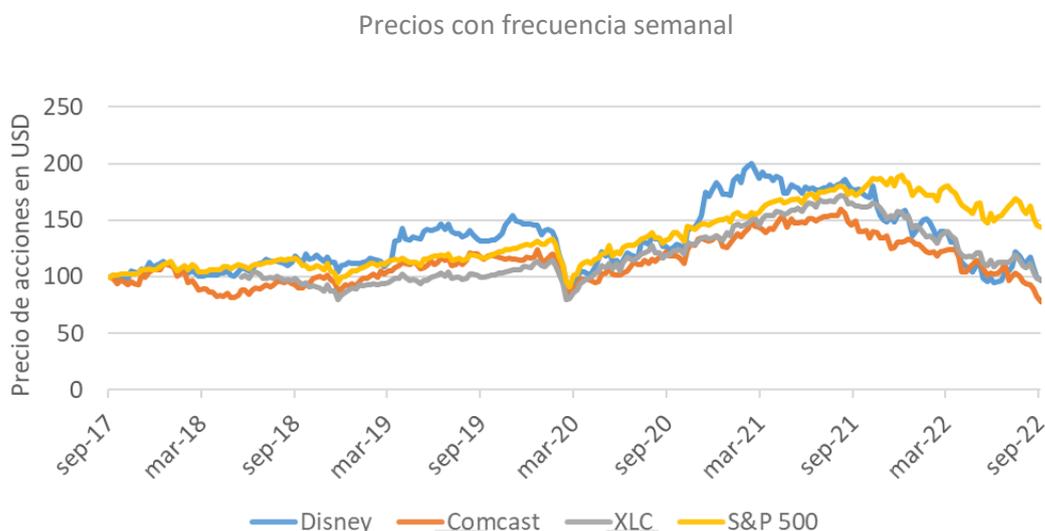
Gráfico 12 - Evolución del precio de las acciones de Disney (base sep-17 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance.

Para poder realizar un análisis más completo sobre el desempeño de las acciones de la compañía se debe tener en cuenta la evolución de la cotización y el retorno total de las mismas, y compararlo con información similar sobre índices de mercado relevantes y acciones de compañías comparables. El siguiente gráfico permite ver la evolución semanal de la cotización de las acciones de Disney desde septiembre de 2017 hasta septiembre de 2022, así como la evolución de las acciones de Comcast, una de las principales compañías competidoras, del fondo de inversión XLC, especializado en compañías de medios y de la cotización del Índice S&P 500.

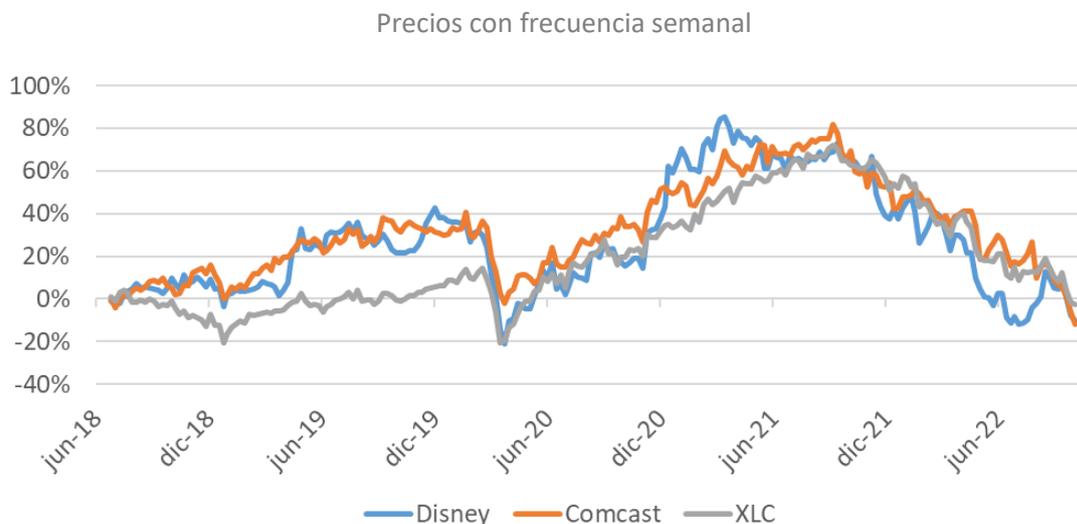
Gráfico 13 - Evolución de acciones de Disney, Comcast y XLC (Base sep-17 = 100)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

El desempeño de las acciones de la compañía ha acompañado a lo largo de los años al rendimiento del fondo XLC, mostrando en partes rendimientos superiores. Al mismo tiempo Disney muestra una evolución de rendimiento superior a la de la competidora Comcast. También se debe destacar que en el último año bajo análisis el sector de medios parece haber obtenido un rendimiento menor al mostrado para el mercado por el índice S&P 500.

Gráfico 14 - Retorno acumulado de las acciones de Disney y Comcast



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

Desde junio de 2018, el retorno total acumulado de Disney fue aproximadamente del -10,5%. Esto supone un rendimiento inferior al del fondo XLC, que fue de aproximadamente -2,5%, pero por encima del retorno total acumulado obtenido por los accionistas de Comcast, de aproximadamente el -11,7%.

2.2. Historia

A continuación, se presenta un resumen de las principales etapas e hitos alcanzados por la compañía a lo largo de su historia:

- 1923-1928: Walt y Roy Disney fundan Walt Disney Studios, realizando cortos animados del personaje Oswald para Universal Pictures hasta perder este contrato en 1928.
- 1928-1934: en 1928 Disney crea su primer personaje: “Mickey Mouse” y ese mismo año estrena “Steamboat Willie”, tercera película del personaje, pero con una innovación: se convierte en la primera película animada con sonido sincronizado. Esta película se vuelve un éxito que abre las puertas a una serie de cortos con Mickey y otros personajes como protagonistas. En 1929 el estudio se reorganiza bajo el nombre “Walt Disney Productions”.
- 1934 – 1950: con el afán de innovar nuevamente, en 1934 comienza el desarrollo de su primer largometraje, Blancanieves, que se estrena en 1937. Disney también lanza en esta época otros largometrajes reconocidos (Pinocho, Fantasía, Dumbo y Bambi) y también películas no animadas y documentales.
- 1950 – 1966: En 1950 se lanza Cenicienta retomando los largometrajes y continúa lanzando películas animadas y con actores reales durante todo este período con títulos como La Dama y el Vagabundo (1955), La Bella Durmiente (1959), Mary Poppins (1960), entre otros. En 1954 también se estrena la primera serie de televisión de la compañía en el canal ABC, Disneyland, a la que luego seguirían títulos como David Crockett y El Zorro. En esta etapa funda su propia distribuidora, Buena Vista Distribution. En 1955 se abre el parque Disneyland en California. A finales de 1966 muere el fundador, Walt Disney.

- 1966 – 1984: su hermano Roy continúa como CEO y presidente. En 1971 abre sus puertas Walt Disney World en Orlando, Florida, al que luego se suma EPCOT Center en 1982. Los parques abren acompañados de hoteles en la zona. En estos últimos años, los parques pasaron a representar 70% de los ingresos de la compañía, si bien se continuaron lanzando películas y series. En 1984 se funda Touchstone Films, como una vía para desarrollar más películas importantes.
- 1984 – 2005: en 1984 asume como CEO Michael Eisner proveniente de Paramount. En esta etapa se vuelven a lanzar largometrajes animados de mucho éxito como La Sirenita (1989), La Bella y La Bestia (1991) y El Rey León (1994) entre otros. En 1993 compra Miramax films y en 1995 se anuncia que Disney adquiere Capital Cities/ABC, que incluye inversiones en los canales ESPN y A&E.
- 2005 – Actualidad: Bob Iger reemplaza a Eisner como CEO. En 2006 se anuncia la compra del estudio de animación Pixar, al que luego seguirían las compras de Marvel Entertainment (2009) y Lucas Films (2012), como forma de incorporar nuevos personajes. En 2019 se aprueba la compra de 21st Century Fox, que incluyó estudios de cine, canales de televisión y contenido de entretenimiento. A finales de 2019 la compañía lanza Disney+ en Estados Unidos, su primera plataforma de video bajo demanda.

Universidad de
San Andrés

3. Análisis de la industria

En los últimos años el mercado del entretenimiento ha sufrido diversos cambios a través de servicios que permiten a los consumidores elegir más precisamente los contenidos que desean. Ya no es necesario que los hábitos de consumo se adapten a aquello que las cadenas de medios ofrecen a través de la programación tradicional, sino que el consumidor puede solicitar y recibir exactamente aquel contenido que quiere ver en un momento particular. Por otro lado, estos servicios ofrecen herramientas a los proveedores de contenidos para conocer mucho mejor las preferencias de los consumidores.

Esto ha sido posible gracias a servicios de libre transmisión o servicio OTT que consiste en la transmisión de contenidos (audio, video u otros) a través de internet. En particular, los servicios de video bajo demanda o VOD en los que el consumidor puede seleccionar, dentro de una librería preestablecida, aquellos títulos que desea consumir (series, películas, documentales, etc.). Para ello debe contar con un dispositivo compatible y una conexión a internet. Hay diferentes maneras de monetizar estos servicios, pero la más popular es el SVOD, donde el consumidor paga un importe fijo mensual (suscripción) para acceder a la librería de contenidos de forma ilimitada durante ese período. Este modelo de negocio popularizado por Netflix y al cual se han sumado en los últimos años jugadores importantes como Disney (Disney+), Apple (Apple TV+), Amazon (Prime Video), entre otros.

Estos servicios se han convertido en una de las formas preferidas para consumir contenidos como películas y series. Pero es importante destacar que su consumo no resulta necesariamente excluyente con las formas tradicionales de distribución. 43% de las familias de Estados Unidos están suscriptos tanto a servicios de SVOD como a TV paga tradicional. Éste último es el medio preferido para acceder a noticias, deportes y espectáculos en vivo.

El contenido exclusivo de cada plataforma es el principal motivo por el cual el consumidor elige a una por sobre la otra al momento de suscribirse. Por ello, todos los

servicios de SVOD invierten fuertemente en producciones propias que se emitirán de forma exclusiva en su plataforma.

Es importante destacar que la pandemia de COVID-19 tuvo un efecto acelerador sobre estas tendencias. Los consumidores se vieron obligados en mayor medida a apostar por el consumo de contenido dentro del hogar.

3.1. Canales de televisión

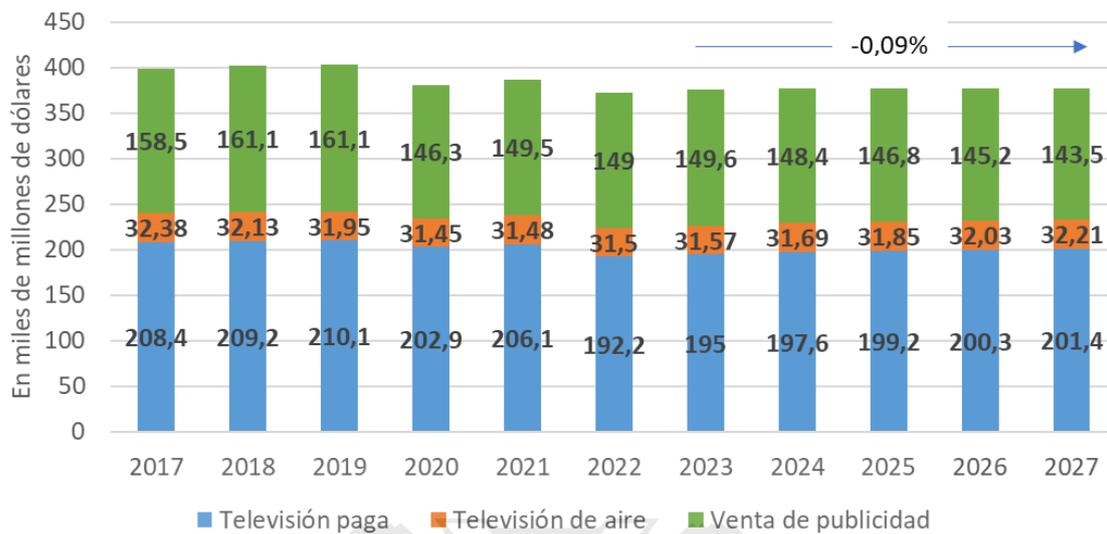
La industria de la televisión por cable ha experimentado cambios significativos en los últimos años debido a la creciente competencia y la evolución de las tecnologías de transmisión y distribución de contenido. La televisión por cable tradicional ha estado enfrentando una disminución constante en la base de suscriptores. La migración hacia opciones de transmisión en línea y servicios de video bajo demanda ha llevado a una disminución de los ingresos de los operadores de cable tradicionales. Los consumidores buscan cada vez más la flexibilidad de elegir qué ver y cuándo hacerlo.

Para mantener su relevancia, muchas compañías de cable han optado por la convergencia de servicios. Esto significa que ofrecen paquetes que incluyen televisión por cable, Internet y telefonía. Esta estrategia busca retener a los clientes al proporcionar múltiples servicios bajo un mismo techo.

Las empresas de cable están centrando sus esfuerzos en retener a sus clientes existentes. Esto se hace a través de la mejora de la calidad del servicio, la oferta de contenido exclusivo y la personalización de las ofertas para adaptarse a las preferencias individuales de los suscriptores.

El mercado de televisión ha sido valuado en 387,9 mil millones de USD en 2023. Su tasa de crecimiento anual compuesto está proyectada en -0,09% desde 2023 hasta 2027, mostrando el cambio en la preferencia de los consumidores.

Gráfico 15 - Ingresos Proyectados para televisión



Fuente: elaboración propia en base a información de Statista.

Se espera al mismo tiempo un crecimiento también de los ingresos por publicidad debido a la creciente penetración de la televisión en áreas rurales al mismo tiempo que los anunciantes necesitan hacer crecer su base de clientes.

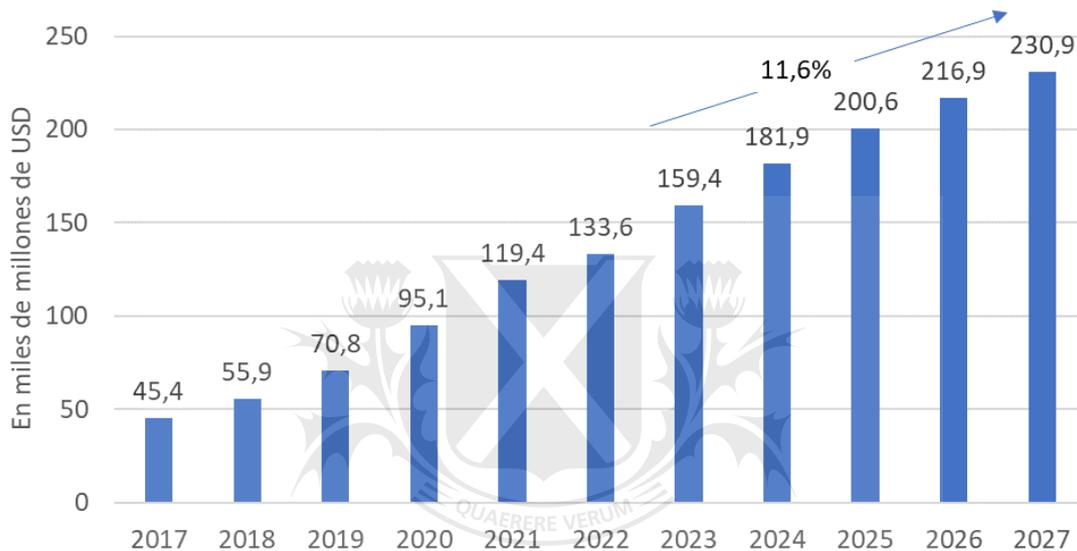
La región de Asia Pacífico tiene la mayor porción del mercado global de televisión. El crecimiento de esta región se atribuye a las posibilidades de personalización de los servicios y a una creciente demanda de la población más joven en China. Al mismo tiempo, el abaratamiento de los precios de los servicios por cable ha hecho que se incremente la demanda en mercados emergentes.

Los principales competidores de este mercado son Comcast Corporation, DISH Network L.L.C., Disney y Discovery Communication, Inc.

3.2. Plataformas digitales

Los servicios de video bajo demanda basados en suscripciones, SVOD, ofrecen acceso ilimitado a sus librerías de contenido por una suscripción mensual o anual. Películas y series pueden ser vistas a través de diversos dispositivos conectados a internet.

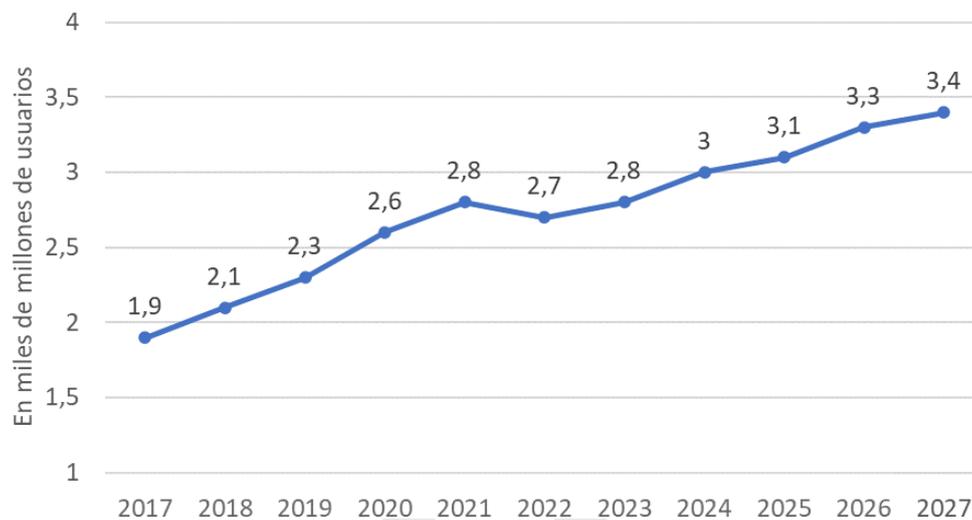
Gráfico 16 - Ingresos proyectados para servicios SVOD



Fuente: Elaboración propia en base a Statista “Video-on-Demand: market data & análisis”
(2023)

Se espera que las ventas del mercado lleguen a USD 159,4 miles de millones en 2023 y se espera una tasa de crecimiento anual compuesta de 11,6% entre 2023 y 2027, resultando en ventas de USD 230,9 miles de millones para 2027. La mayoría de estos ingresos se espera que los genere Estados Unidos (USD 69,5 millones en 2023).

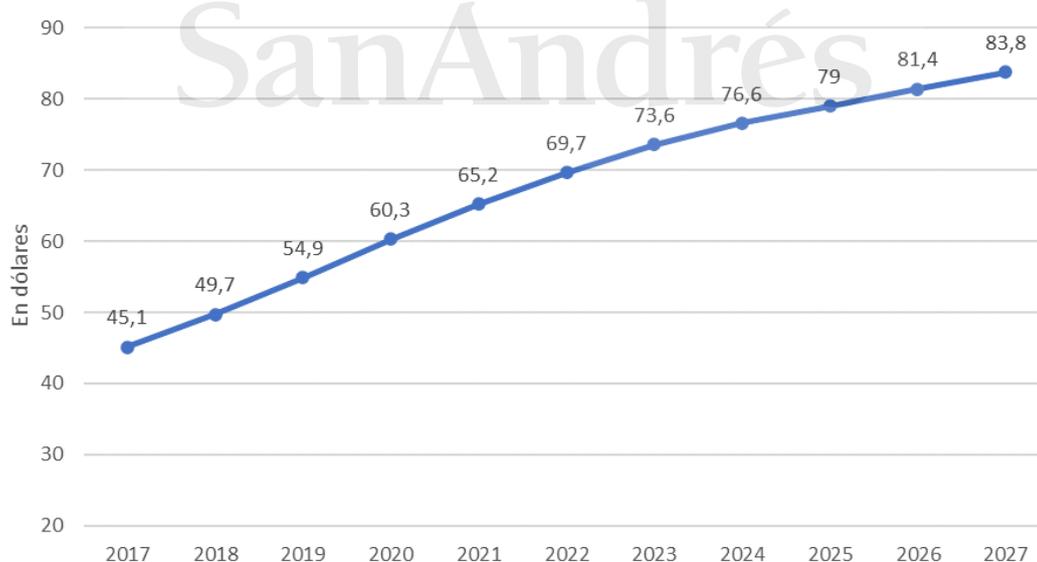
Gráfico 17 - Usuarios proyectados de servicios SVOD



Fuente: Elaboración propia en base a Statista “Video-on-Demand: market data & análisis” (2023)

La cantidad de usuarios se espera que llegue a 3,4 miles de millones para 2027. La penetración de este tipo de servicio en el mercado se espera que llegue a al 26% de todos los usuarios en 2023 y al 30% en 2027.

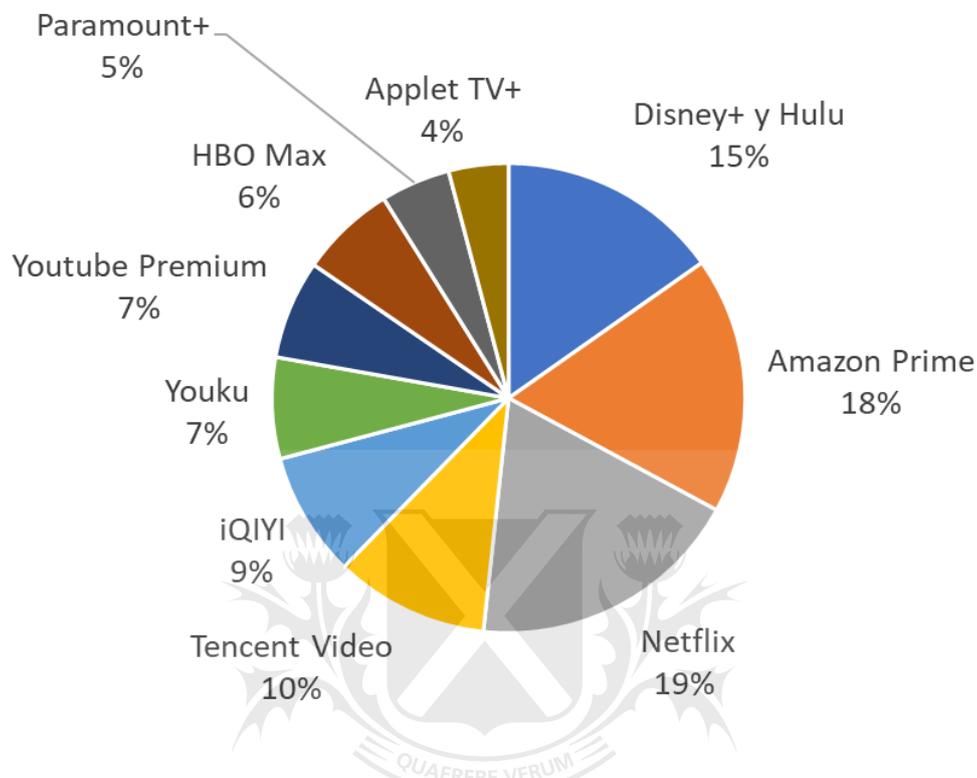
Gráfico 18 - ARPU proyectado para servicios SVOD



Fuente: Elaboración propia en base a Statista “Video-on-Demand: market data & análisis” (2023)

El promedio de ingresos por usuario o ARPU en el mercado en 2023 se estima en USD 73,6 y se espera que llegue a USD 83,8 en 2027.

Gráfico 19 - Cantidad de suscriptores por competidor del mercado SVOD



Fuente: Elaboración propia en base a Statista “Video-on-Demand: market data & análisis”

(2023)

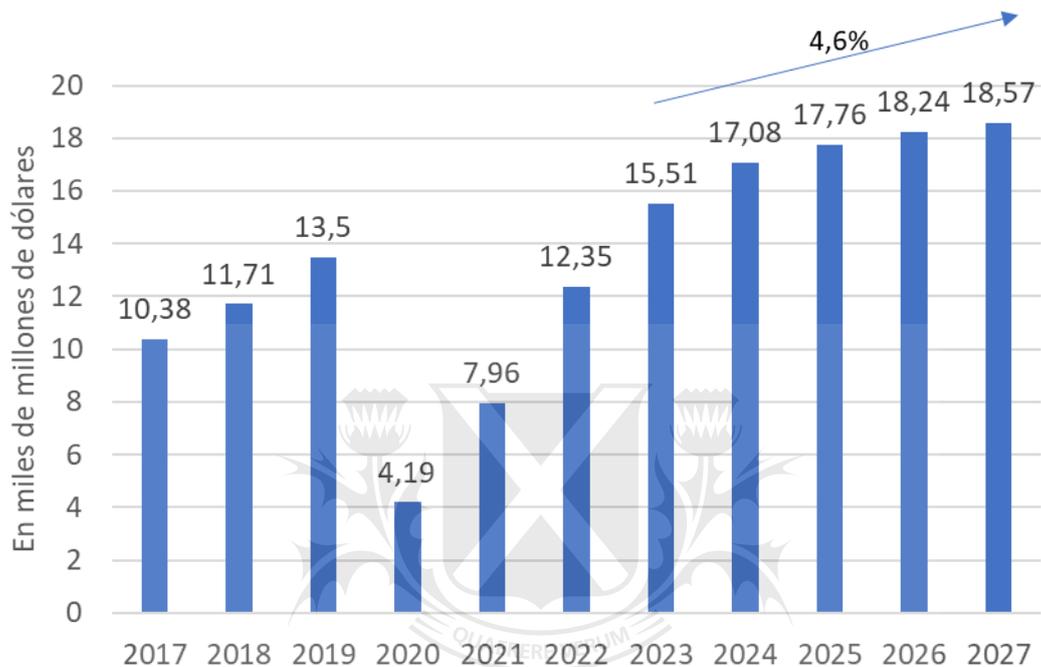
La compañía posee a 2022 una participación del mercado del 15% considerando sus principales plataformas: Disney + y Hulu.

3.3. Estudios de Cine

Después de un periodo prolongado sin la posibilidad de experimentar eventos de entretenimiento en persona, todos los sectores de entretenimiento en vivo han vuelto a crecer y se espera que tengan un rendimiento superior al del resto de la industria de entretenimiento. Teniendo en cuenta todos los espectáculos en vivo, se espera alcanzar niveles anteriores a la pandemia para 2023, cuando el total de ingresos del sector alcance los USD 15,5 miles de millones, por encima de los USD 13,5 miles de millones alcanzados en 2019. Hasta 2027, los ingresos de experiencias en vivo se espera que crezcan con una tasa de crecimiento anual compuesta de 9,6%, una tasa muy por encima

del 2,4% esperado para toda la industria del entretenimiento. En el caso de los ingresos de cine la tasa esperada de crecimiento es de 4,6% para el periodo 2023-2027.

Gráfico 20 - Ingresos proyectados para entradas de cine



Fuente: Elaboración propia en base a Statista.com (2023)

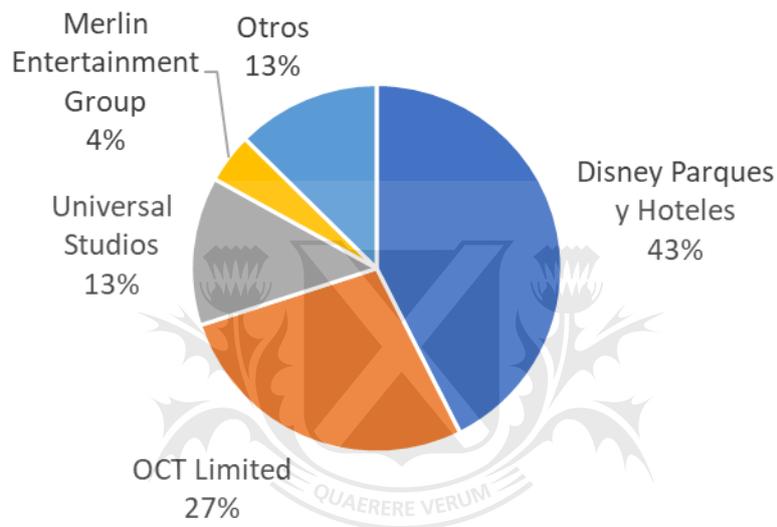
3.4. Parques, experiencias y productos

En la última década, la industria del turismo se había recuperado de la crisis de 2009, creciendo a tasas de entre el 4,4% al 6% en Estados Unidos, empujadas por una economía sólida, incremento del poder de compra a nivel global e innovaciones digitales en el sector.

Sin embargo, la pandemia de COVID-19 trajo aparejadas restricciones de viajes, cuarentenas y una crisis sanitaria que genera riesgos a la hora de decidir viajes y vacaciones. El efecto en la industria de la pandemia fue severo, reduciendo en 42% la ocupación hotelera y en 48% la demanda de vuelos en 2020.

Los principales competidores en el mercado de parques incluyen a OCT Limited, Universal Studios, Merlin Entertainment Group, entre otros.

Gráfico 21 – Ventas del mercado de Parques de atracciones y temáticos por empresa en 2022



Fuente: Elaboración propia en base a Statista.com (2023)

Universidad de
San Andrés

Disney es el líder mundial en este segmento, teniendo un 43% de las ventas del mercado. Sus parques temáticos están entre los más visitados mundialmente.

Tabla 4 - Asistencia mundial anual a parques de atracciones y temáticos

Parques de atracciones y temáticos más visitados mundialmente 2019-2022

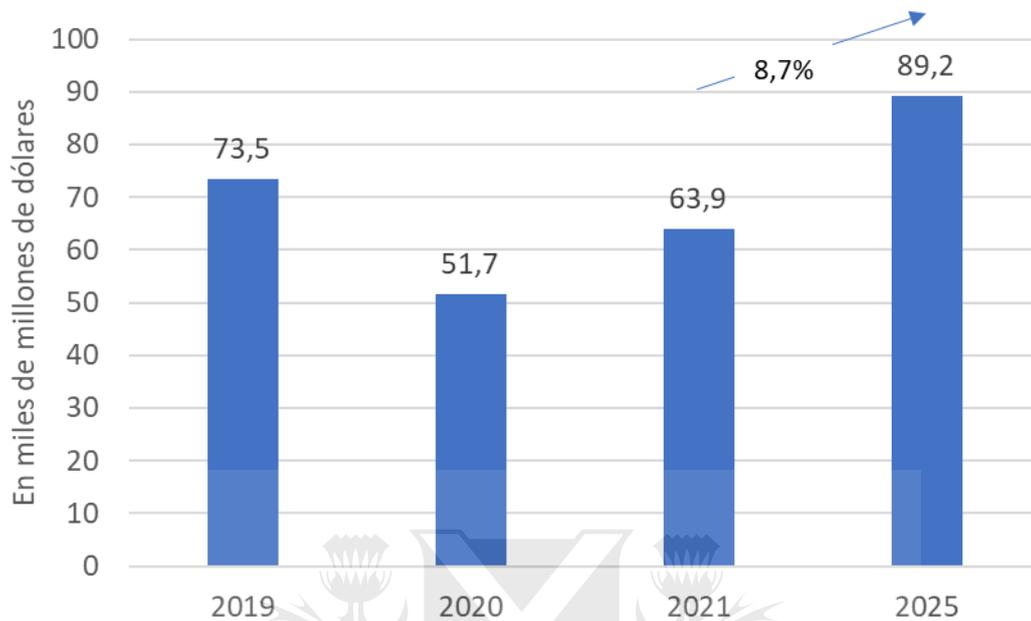
Por asistencia anual, en millones de personas

Parque	2019	2020	2021	2022
Magic Kingdom (Walt Disney World), Estados Unidos	21,0	6,9	12,7	17,1
Disneyland Anaheim, Estados Unidos	18,7	3,7	8,6	16,9
Universal Studios, Japón	14,5	4,9	5,5	12,4
Tokyo Disneyland, Japón	17,9	4,2	6,3	12,0
Islands of Adventure, Estados Unidos	10,4	3,6	9,1	11,0
Disney's Hollywood Studios, Estados Unidos	11,5	3,7	8,6	10,9
Universal Studios Orlando, Estados Unidos	10,9	3,9	9,0	10,8
Tokyo DisneySea, Japón	14,7	3,4	5,8	10,1
Epcot (Walt Disney World), Estados Unidos	12,4	4,0	7,8	10,0
Disneyland Park, Francia	9,7	2,6	3,5	9,9
Disney's Animal Kingdom, Estados Unidos	13,9	4,2	7,2	9,0
Disney's California Adventure, Estados Unidos	9,9	1,9	5,0	9,0
Universal Studios Hollywood, Estados Unidos	9,2	1,7	5,5	8,4
Europa-Park, Germany	5,8	2,5	3,0	6,0
Everland, South Korea	6,6	2,8	3,7	5,8
Efteling Theme Park Resort, Países Bajos	5,3	2,9	3,3	5,4
Walt Disney Studios Park, Francia	5,3	1,4	1,9	5,3
Shanghai Disneyland, China	11,2	5,5	8,5	5,3
Lotte World, South Korea	6,0	1,6	2,5	4,5
Chimelong Ocean Kingdom, China	11,7	4,8	7,5	4,4
Nagashima Spa Land, Japón	6,0	2,4	3,6	4,2
OCT Happy Valley, Beijing, China	5,2	4,0	4,9	3,7
Hong Kong Disneyland, Hong Kong	5,7	1,7	2,8	3,4
Chimelong Paradise, China	4,9	2,7	3,9	2,3
Ocean Park, Hong Kong	5,7	2,2	1,4	1,4

Fuente: Elaboración propia en base a Statista.com (2023)

El tamaño del mercado de parques está estimado en USD 63,9 miles de millones en 2021, y está proyectado que crezca a una tasa de crecimiento anual compuesta de 8,7% hasta alcanzar los USD 89,2 miles de millones en 2025.

Gráfico 22 - Ingresos proyectados para parques temáticos



Fuente: Elaboración propia en base a Statista.com (2023)

3.5. Competidores

Los principales competidores de Disney son otros conglomerados de medios que en la mayoría de los casos también incluyen otros negocios relacionados.

A continuación, se describen brevemente los principales competidores:

Paramount Global

Paramount Global es una empresa de medios de comunicación y entretenimiento líder en la industria. Fundada originalmente en 1912 como Famous Players Film Company, ha pasado por varias transformaciones y fusiones a lo largo de los años. La compañía es conocida por su amplio portafolio de marcas y activos en el ámbito del cine, la televisión y los medios digitales. Algunos de los aspectos más destacados de Paramount Global incluyen:

- División de Cine: A través de Paramount Pictures, la empresa produce y distribuye una amplia gama de películas, desde éxitos taquilleros hasta películas independientes de alta calidad. Entre sus éxitos más notables se encuentran franquicias como Transformers, Star Trek y Mission: Impossible.
- División de Televisión: Paramount Global es propietaria de una serie de canales de televisión, incluyendo la cadena CBS y Showtime. También produce una variedad de programas de televisión, desde series dramáticas hasta programas de telerrealidad.
- Servicios de Streaming: La empresa ha incursionado en el mercado de streaming con servicios como Paramount+ (anteriormente conocido como CBS All Access), que ofrece una amplia variedad de contenido en línea, incluyendo series originales y acceso a una biblioteca extensa de programas y películas.
- Producción de Contenido Digital: Paramount Global ha invertido en la creación de contenido digital a través de su marca Awesomeness, que se enfoca en contenido dirigido a un público joven y está presente en plataformas como YouTube y otras redes sociales.

Universidad de

San Andrés

AT&T

Empresa estadounidense dedicada principalmente a las telecomunicaciones, siendo el principal proveedor de servicios de telefonía móvil y fija de ese país. Desde 2018 también controla el conglomerado de medios de comunicación Warner Media. Sus líneas de negocio incluyen:

- Servicios de Telecomunicaciones: AT&T es uno de los principales proveedores de servicios de telefonía móvil, telefonía fija, servicios de Internet y comunicaciones empresariales en los Estados Unidos. La empresa opera una red de comunicaciones extensa y ofrece servicios a clientes residenciales, empresariales y gubernamentales.
- Medios y Entretenimiento: AT&T adquirió Time Warner en 2018 y renombró la división resultante como WarnerMedia. Esta adquisición le proporcionó una vasta cartera de activos de entretenimiento, incluyendo marcas como HBO, CNN, Warner

Bros. y Turner. WarnerMedia produce una amplia variedad de contenido, desde películas y series de televisión hasta deportes en vivo.

- Servicios de Streaming: AT&T lanzó HBO Max, un servicio de streaming que combina la programación de HBO con contenido adicional de WarnerMedia. Este servicio se ha convertido en una parte importante de su estrategia de entretenimiento en línea.
- Redes y Tecnología: AT&T está a la vanguardia en el despliegue de tecnologías de comunicación avanzadas, como la red 5G, que tiene un impacto significativo en la conectividad y la infraestructura de comunicación en todo el país.

Comcast

Comcast Corporation es una destacada empresa de medios y telecomunicaciones con sede en los Estados Unidos. Fundada en 1963, la compañía ha crecido para convertirse en uno de los principales actores en la industria de la comunicación y el entretenimiento en el país. Sus principales líneas de negocio incluyen:

- Televisión por Cable: Comcast es el mayor proveedor de televisión por cable en los Estados Unidos, operando bajo la marca "Xfinity". Ofrece una amplia variedad de canales y servicios de televisión por cable para clientes residenciales y empresariales.
- Banda Ancha e Internet: La empresa también es uno de los principales proveedores de servicios de banda ancha e Internet en los Estados Unidos. Comcast ofrece conexiones de alta velocidad a través de su red de cable y ha estado a la vanguardia en la expansión de la tecnología de Internet de alta velocidad.
- Telefonía: Comcast proporciona servicios de telefonía fija y móvil a través de Xfinity Voice y Xfinity Mobile, respectivamente.
- Entretenimiento y Contenido: Comcast es propietaria de NBCUniversal, una de las principales empresas de medios y entretenimiento en el mundo. Esta división incluye cadenas de televisión como NBC, Universal Pictures, parques temáticos, estudios de producción y una amplia gama de activos de entretenimiento.

- Servicios de Streaming: Comcast ha incursionado en el mercado de servicios de streaming con opciones como Peacock, que ofrece una variedad de contenido, incluyendo programas de televisión, películas y contenido original.

Netflix

Es una empresa estadounidense que opera a nivel mundial ofreciendo un servicio de distribución de contenido en línea a través del modelo de video bajo demanda. Fundada en 1997, comienza a ofrecer este servicio a partir de 2007. Actualmente no solo distribuye sino que también produce parte de su contenido y es la compañía con más suscriptores en este rubro.

Netflix es ampliamente reconocido por su servicio de transmisión de contenido en línea. Ofrece una amplia biblioteca de películas, series de televisión, documentales y contenido original en una plataforma de transmisión por suscripción. Los espectadores pueden acceder al contenido en cualquier momento y en una variedad de dispositivos, desde televisores hasta teléfonos móviles. Netflix se ha destacado en la producción de contenido original. Ha creado una serie de programas y películas exitosas, incluyendo "Stranger Things", "The Crown", "House of Cards" y "The Witcher". Esta inversión en contenido propio le ha permitido competir a nivel mundial y atraer a una base de suscriptores global.

Merlin Entertainment

Merlin Entertainments es una empresa global líder en la industria del entretenimiento y la atracción turística. Fundada en 1999, la compañía se ha destacado por operar una amplia variedad de atracciones y parques temáticos en todo el mundo. Merlin es conocida por operar una extensa red de atracciones turísticas, que incluye parques temáticos, acuarios, zoológicos, museos y lugares de entretenimiento en todo el mundo. Algunos de los parques más emblemáticos bajo su gestión incluyen Legoland, Alton Towers, Madame Tussauds, y The London Eye, entre otros.

OCT Limited

Overseas Chinese Town Limited (OCT) es una empresa china diversificada que se ha destacado en una variedad de sectores, incluyendo turismo, entretenimiento, inmuebles y desarrollo urbano. Fundada en 1985, OCT es conocida por su enfoque en la creación de complejos turísticos y culturales, así como en la planificación y desarrollo de áreas urbanas.

OCT ha establecido y gestionado con éxito una serie de parques temáticos y atracciones turísticas en China, incluyendo el popular parque temático "Window of the World" en Shenzhen, que presenta réplicas en miniatura de famosos lugares y monumentos de todo el mundo.

Six Flags

Six Flags Entertainment Corporation es una de las compañías líderes en el mundo del entretenimiento, conocida por operar parques temáticos y parques de atracciones. Fundada en 1961, la empresa ha crecido hasta convertirse en una de las principales marcas en la industria de parques de diversiones. A continuación, se presentan los aspectos clave de Six Flags:

Six Flags es famosa por sus parques temáticos y parques de atracciones, ubicados en diversas regiones de los Estados Unidos, México y Canadá. Cada parque ofrece una variedad de montañas rusas, atracciones, espectáculos en vivo y entretenimiento para visitantes de todas las edades.

Cada parque Six Flags tiene su propio tema único y ofrece experiencias temáticas atractivas. Esto incluye áreas dedicadas a personajes de cómics, películas y programas de televisión, así como zonas diseñadas para diferentes grupos de edad.

4. Análisis Financiero

Para analizar los resultados de la compañía, en primer lugar, se normalizan los valores que surgen de su estado de resultados para eliminar las situaciones inusuales que hayan sucedido en cada ejercicio y que se encuentran identificadas en los informes anuales:

Tabla 5 – Evolución de EBIT y Ganancia Neta normalizados

En millones de USD

	2018	2019	2020	2021	2022
Ganancia Neta	13.066	10.913	(2.442)	2.536	3.553
Intereses	(574)	(978)	(1.491)	(1.406)	(1.397)
Impuesto a las ganancias	(1.663)	(3.031)	(699)	(25)	(1.732)
EBIT	15.303	14.922	(252)	3.967	6.682
Items inusuales					
Cargos por reestructuración	(33)	(1.183)	(5.735)	(654)	(237)
Otros ingresos	601	4.357	1.038	201	(667)
Amortizaciones relacionadas a intangibles de Fox y Hulu	-	(1.600)	(2.846)	(2.418)	(2.353)
Terminación de contratos de licencias	-	-	-	-	(1.023)
Cambios en valorizaciones en inversiones	(210)	(538)	65	-	-
Beneficios extraordinarios	560	-	-	-	-
EBIT Normalizado	14.385	13.886	7.226	6.838	10.962
Intereses	(574)	(978)	(1.491)	(1.406)	(1.397)
Intereses extraordinarios	-	511	-	-	-
Ganancias normalizadas antes de impuesto	13.811	13.419	5.735	5.432	9.565
Impuesto a las ganancias	(4.143)	(4.026)	(1.721)	(1.630)	(2.870)
Ganancia Neta Normalizada	9.668	9.393	4.015	3.802	6.696
EBITDA Normalizado	17.396	16.446	9.725	9.531	13.772

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

Los ítems inusuales que se eliminan dado que pueden afectar la comparabilidad de las cifras son:

- Cargos por reestructuración: se refiere a gastos incurridos como resultado de cambios en la estructura de la compañía, reducción de personal y compensaciones relacionadas. En particular en 2019, se reconoció una desvalorización de en activos intangibles posterior a la compra de Fox en ese año.
- Otros ingresos: corresponde a ingresos generados fuera de la operación de la compañía. En 2019 se reconoció una ganancia por la revalorización de la inversión en Hulu como resultado de la compra de Fox, dado que la compañía pasa a consolidar sus estados financieros con estas compañías.
- Amortizaciones relacionadas a intangibles de Fox y Hulu: corresponde a la amortización de activos intangibles generados por la compra de Fox en 2019.
- Terminación de contratos de licencias: pagos realizados para terminar anticipadamente un contrato de entrega de contenido al cliente, con el objetivo de utilizar este contenido principalmente en las plataformas de la compañía.
- Cambios en valorizaciones de inversiones: se refiere a resultados extraordinarios por eventos o decisiones determinadas en el año
- Beneficios extraordinarios: se refiere a un beneficio por la venta de derechos de propiedad inmobiliaria en 2018.

Adicionalmente, el balance de la compañía se compone de la siguiente forma:

Tabla 6 - Evolución de activos, pasivos y patrimonio neto 2018-2022

En millones de USD

	2018	2019	2020	2021	2022
Total de Activos	98.598	193.984	201.549	203.609	203.631
Total de Pasivos	45.766	100.095	113.286	110.598	104.752
Total de Patrimonio Neto	52.832	93.889	88.263	93.011	98.879

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

Se observa un marcado incremento de activos y pasivos en 2019 producto de la adquisición de Fox y su consolidación en los estados financieros de la compañía. Por este motivo y para no afectar el análisis de rentabilidad, se considerarán los saldos promedio de los cuatro últimos años.

A su vez, si observamos la relación entre deuda y patrimonio neto vemos una tendencia estable en la estructura de capital:

Tabla 7 - Deuda y Patrimonio Neto

En millones de USD

	2018	2019	2020	2021	2022
Activos netos de pasivos	73.706	140.875	146.891	147.417	147.248
Deuda	20.874	46.986	58.628	54.406	48.369
	28%	33%	40%	37%	33%
Patrimonio Neto	52.832	93.889	88.263	93.011	98.879
	72%	67%	60%	63%	67%

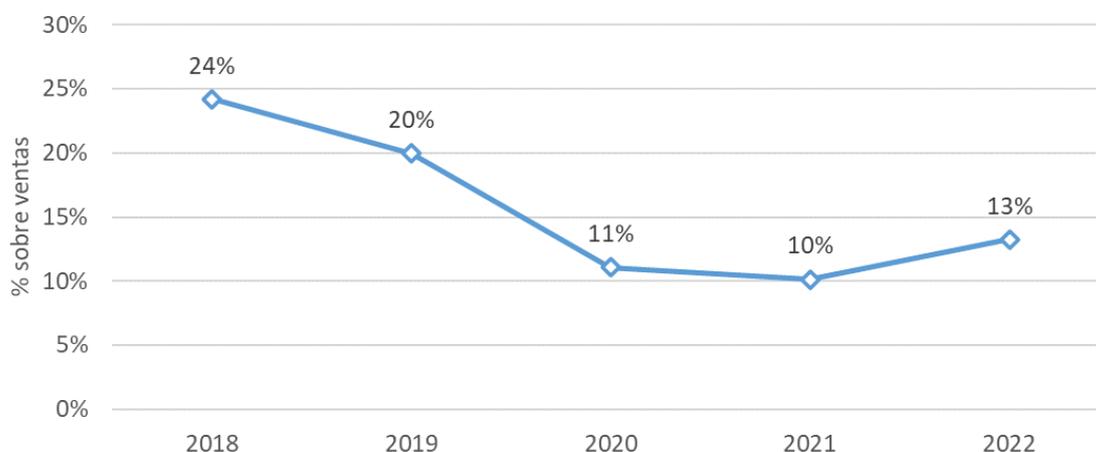
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

4.1. Ratios de rentabilidad

El margen operativo es un ratio que relaciona el resultado operativo de la compañía con sus ventas. Debido a que no tiene en cuenta el efecto de intereses e impuestos, permite evaluar la rentabilidad de una empresa en base a sus operaciones.

Como se ve a continuación la compañía ha visto disminuciones e incrementos en su margen operativo en el período bajo análisis.

Gráfico 23 - Evolución del margen operativo de Disney 2018 - 2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

En 2019, la compañía compra el negocio de Twenty First Century Fox y este hecho genera una reducción en este margen debido a un incremento de costos superior al de las ventas generadas por el negocio adquirido. En los años siguientes la compañía buscó generar eficiencias y mejoras de costos que le permitan mejorar este margen.

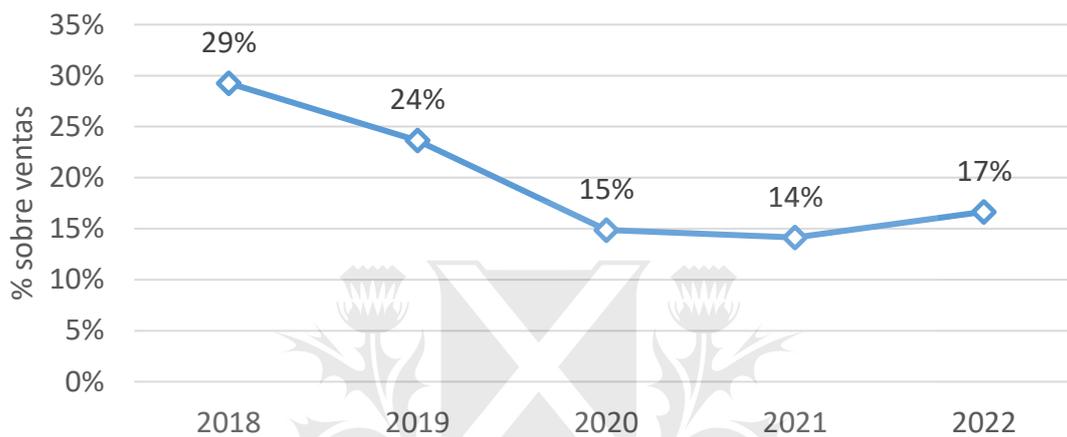
En el año 2020 se observa una profunda caída como consecuencia de la reducción de ventas producto de la pandemia de COVID-19, al mismo tiempo que se deben mantener costos de operación, en particular en el segmento de parques y hoteles. Al mismo tiempo, durante este año se realiza el lanzamiento de Disney+ en Estados Unidos. Este lanzamiento genera costos adicionales en un negocio en el que la compañía está ingresando con una estrategia de precios agresiva.

Ambos efectos afectan el año 2021. Las restricciones por la pandemia se comenzaron a eliminar a fin de ese año. Durante 2021 la compañía continuó con el lanzamiento de plataformas en otras regiones como Europa, Asia y América Latina. En este sentido, también continuó generando contenido original para alimentar la oferta de títulos.

En el año 2022, con las restricciones por la pandemia eliminadas, el segmento de parques contribuyó a un incremento del margen operativo.

El margen EBITDA permite evaluar la rentabilidad del grupo relacionando el EBITDA con las ventas. No tiene en cuenta costos de depreciaciones y amortizaciones de activos fijos, lo que permite mostrar la capacidad de la empresa de generar beneficios luego de cubrir los gastos vinculados a las operaciones.

Gráfico 24 - Evolución del margen EBITDA de Disney 2018-2022



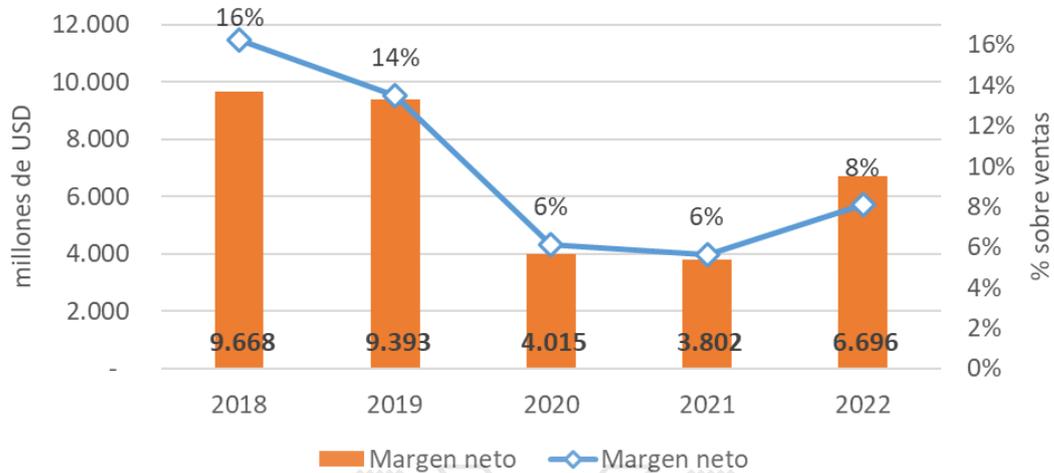
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

La evolución de este margen es muy similar a la que mostró el margen operativo dado que las situaciones descritas para el margen anterior lo afectan de igual manera.

Se debe destacar que el segmento que más contribuye a la línea de amortizaciones es el de Parques y experiencias. El 75% de las amortizaciones de la compañía corresponden a este segmento y se han mantenido estables en el período bajo análisis.

Los resultados netos de la compañía muestran una evolución similar al de los márgenes. Durante el periodo analizado los resultados han sufrido variaciones similares a las mostradas anteriormente.

Gráfico 25 - Evolución de las ganancias netas de Disney 2018-2022



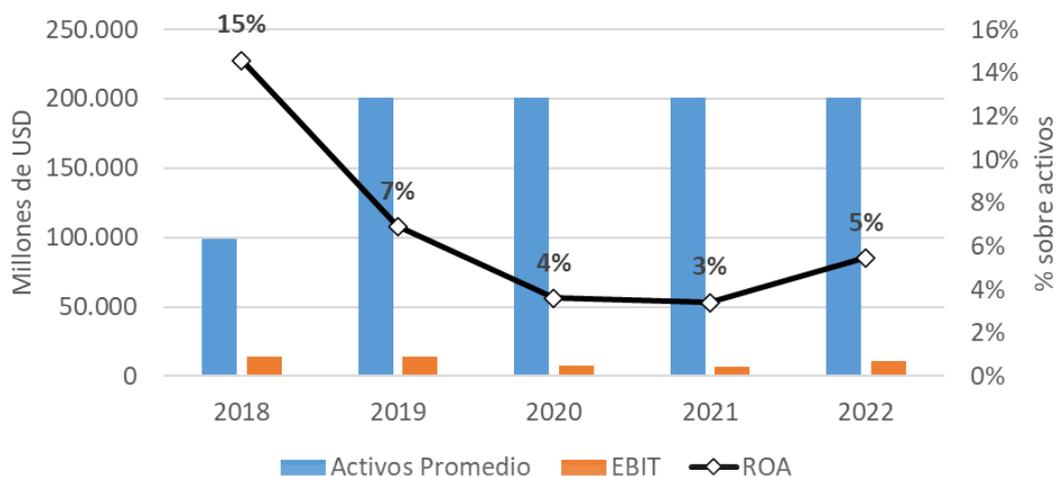
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

Cuando se ven las ganancias netas se observa la compra de Fox en 2019 no tuvo una contribución adicional en esta línea, sino que al contrario generó una leve disminución de las mismas, con un impacto en el margen neto. Las variaciones de 2020, 2021 y 2022 se deben a las razones explicadas anteriormente.

En 2022, el incremento en la ganancia neta fue impulsado principalmente por el segmento de Parques y experiencias.

El ROA muestra que tan eficiente es la compañía en generar ganancias con los activos que dispone. Se expresa como el porcentaje que presenta el EBIT con respecto al activo de la compañía.

Gráfico 26 - Evolución de la tasa de rendimiento ROA de Disney 2018-2022



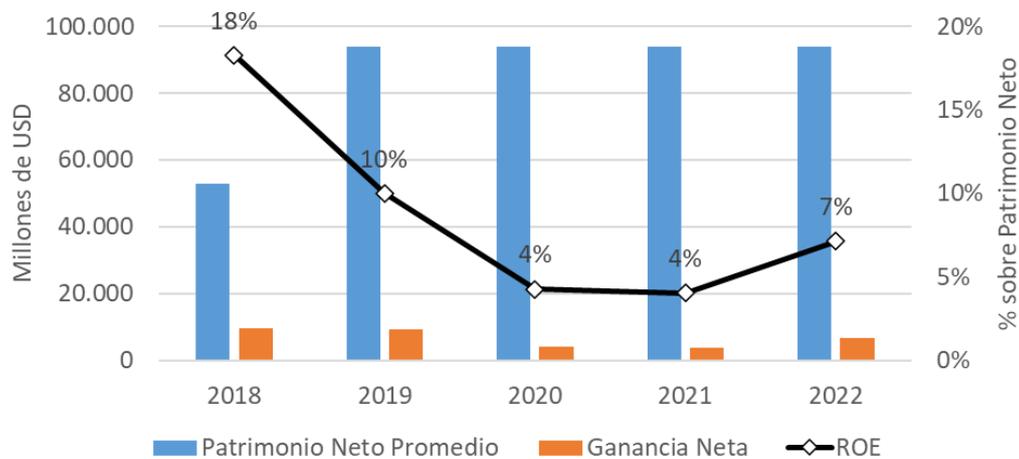
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

A partir de 2019 los activos de la compañía se vieron más que duplicados por la adquisición de Fox, lo que impactó negativamente en el ROA, aunque anteriormente se observaba una tendencia estable. Esta baja puede explicarse también si se descompone el ROA en las dos relaciones que lo componen: el margen operativo y la rotación de activos con respecto a las ventas. Mientras los activos promedio aumentaron de USD 98.598 a USD 200.693 millones, las ventas pasaron de USD 59.434 a USD 69.570 millones, lo que implica una disminución de la rotación de activos de la compañía, a lo que se suma el impacto en el margen operativo mencionado anteriormente.

A partir de 2020 se observa un comportamiento similar al del indicador anterior, siendo impactado de la misma forma por la pandemia y la recuperación observada en 2022.

El ROE es una forma de medir la rentabilidad de la compañía al mostrar cuánto obtiene el accionista por cada unidad de moneda invertida, y se calcula como el porcentaje que representa la utilidad neta sobre el patrimonio neto.

Gráfico 27 - Evolución de la tasa de rendimiento ROE de Disney 2018-2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

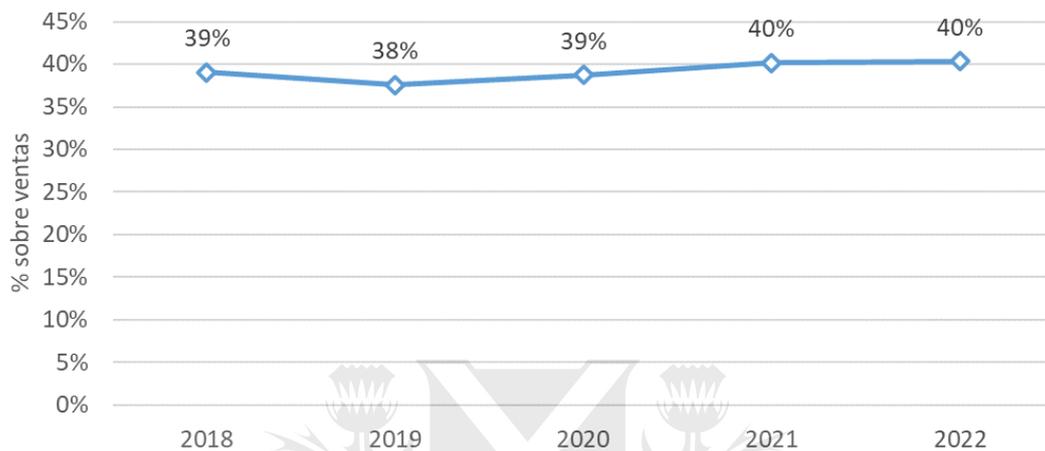
En primer lugar, el patrimonio neto de la compañía se incrementa en 2019 por la adquisición de Fox, lo que genera una reducción en este indicador con respecto a años anteriores. En segundo lugar, la pandemia y el lanzamiento de las plataformas digitales provocaron una disminución adicional. En 2022 se observa una mejora por los buenos resultados mostrados antes en las líneas de negocio.

Universidad de
San Andrés

4.2. Ratios de rentabilidad por segmento de negocio

Canales de televisión

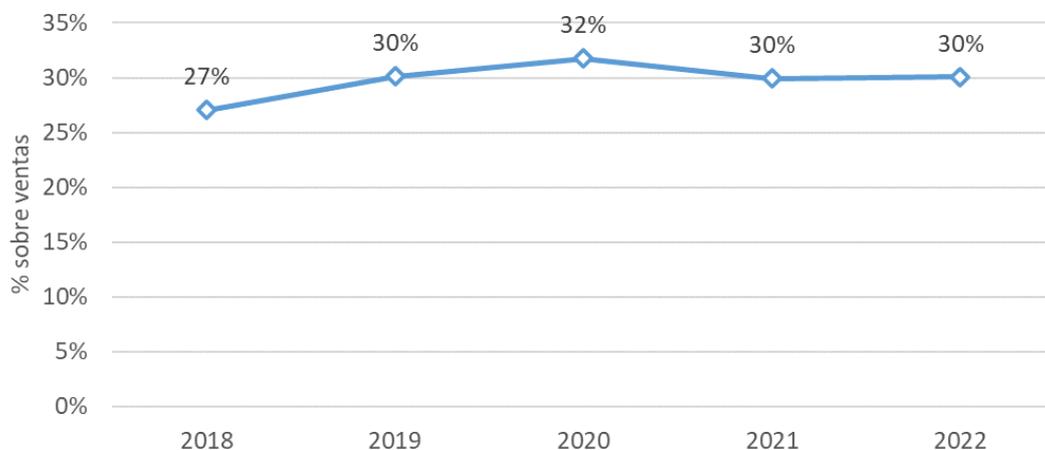
Gráfico 28 - Evolución del Margen Bruto - Canales de televisión



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El margen bruto del segmento de canales de televisión no ha mostrado grandes cambios en los últimos 5 años. Tanto los ingresos como los gastos se han mantenido en niveles estables sin perder relación entre ellos. Se trata de un negocio maduro que al mismo tiempo no proyecta un gran crecimiento a futuro.

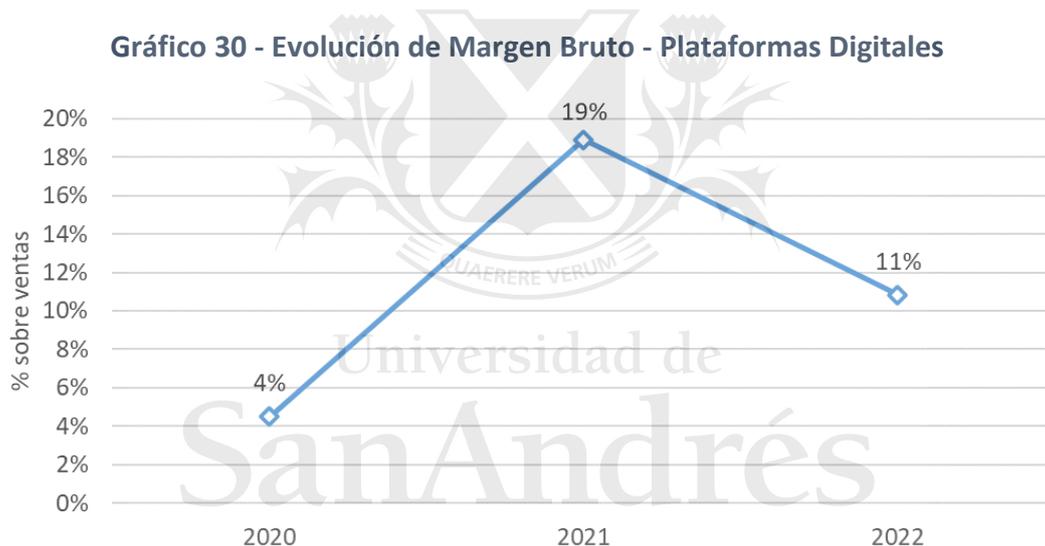
Gráfico 29 - Evolución de Margen Operativo - Canales de Televisión



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

En cuanto al margen operativo de este segmento, es importante destacar que no se observan demasiados gastos adicionales. El segmento tiene un bajo nivel de amortizaciones debido al bajo requisito de equipo necesario para operar las señales de televisión. Los principales costos están relacionados a la producción y adquisición de contenido. Es de destacar que en este segmento la pandemia no tuvo un efecto apreciable.

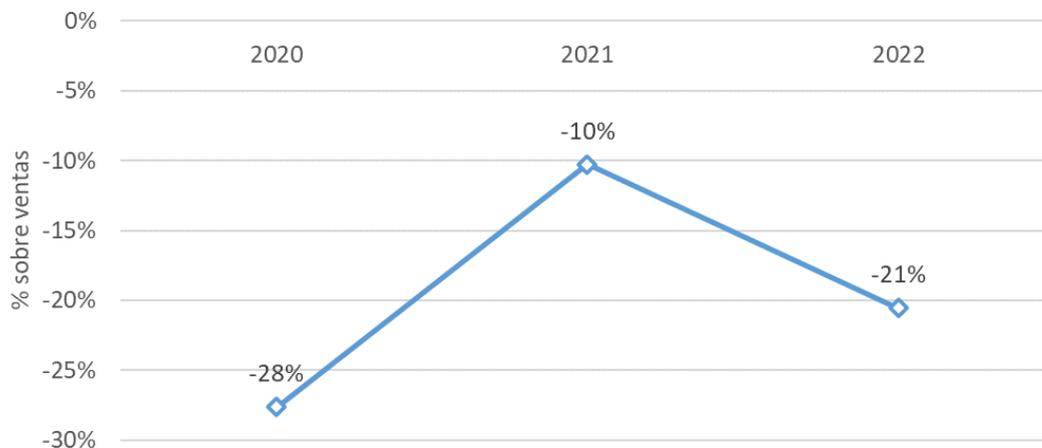
Plataformas digitales



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2020 – 2022

El negocio de plataformas digitales se analiza desde el año 2020 en que se lanzó. El margen bruto en estos años oscila entre 4% y 19% en 2020 y 2021, quedando en 11% en 2022. Los gastos operativos de este segmento son altos debido principalmente a la fuerte inversión en contenido que está realizando la compañía, sumado a los gastos de lanzamiento de las diversas plataformas en las diversas regiones.

Gráfico 31 - Evolución de Margen Operativo - Plataformas Digitales

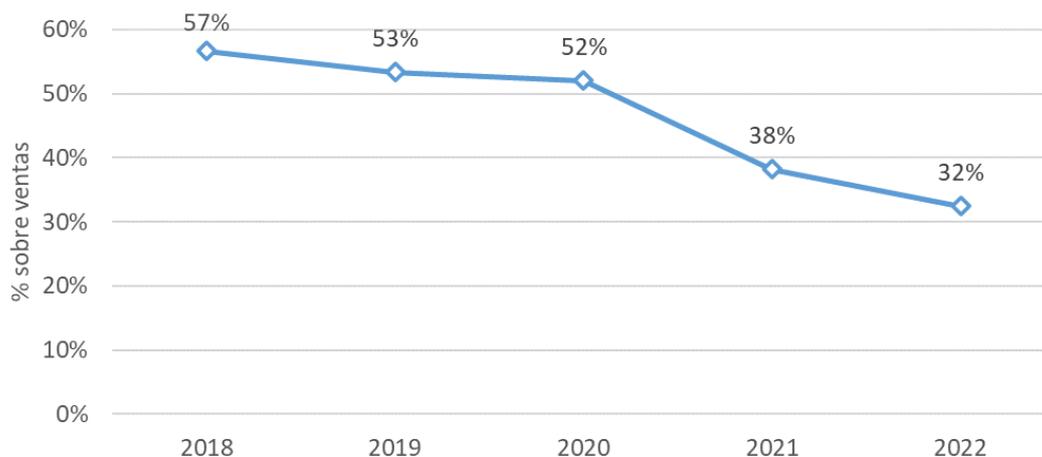


Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2020 – 2022

El margen operativo de este segmento es negativo al sumar gastos administrativos y amortizaciones, resultado del alto nivel de gastos operativos. La compañía ha llevado a cabo durante el año 2023 una reestructuración que busca bajar el nivel de gastos operativos y espera que este negocio se vuelva rentable a fines de su ejercicio 2024.

Estudios de cine

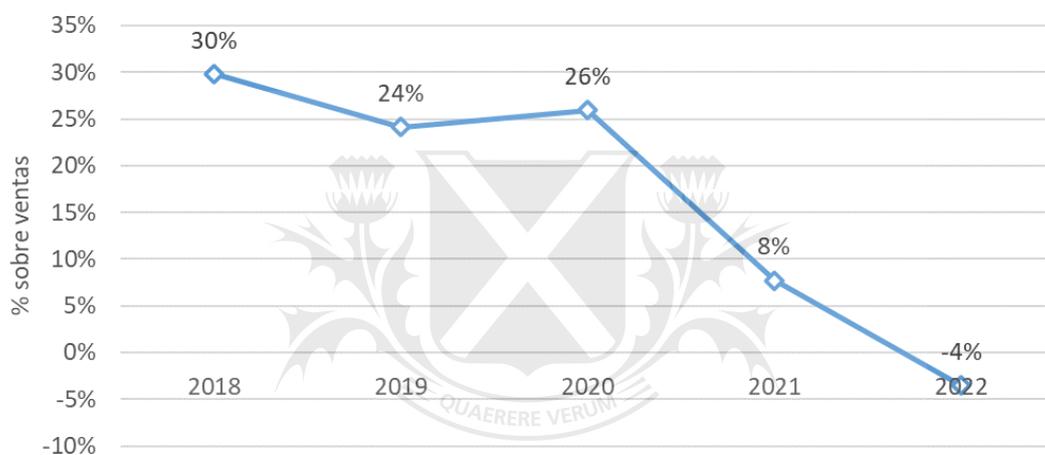
Gráfico 32 - Evolución de Margen Bruto - Estudios de cine



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El margen bruto en los estudios de cine presenta una baja posterior a la pandemia debido a la decisión de la compañía de continuar invirtiendo en la creación de contenido a pesar de la disminución de ingresos generada por la pandemia. Se observa en 2022 el incremento en ingresos debido a mayores lanzamientos de películas, sin embargo, la recepción de la misma fue menor a la esperada lo que genera una baja en el margen bruto de las mismas.

Gráfico 33 - Evolución de Margen Operativo - Estudios de cine

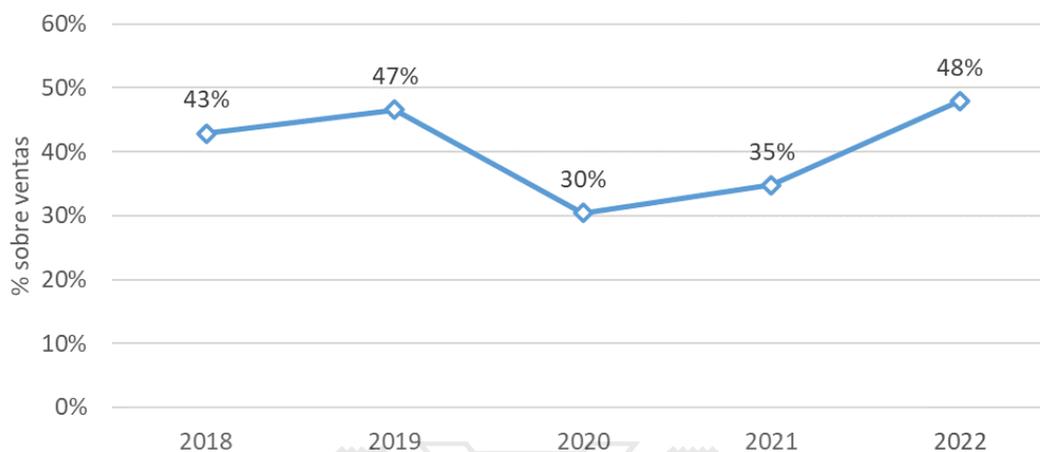


Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El margen neto se comporta de la misma forma, llegando en 2022 a un margen negativo. La empresa espera continuar con la inversión en contenido y apostar a la recuperación de la industria para volver a obtener un margen similar al de 2021.

Parques experiencias y productos

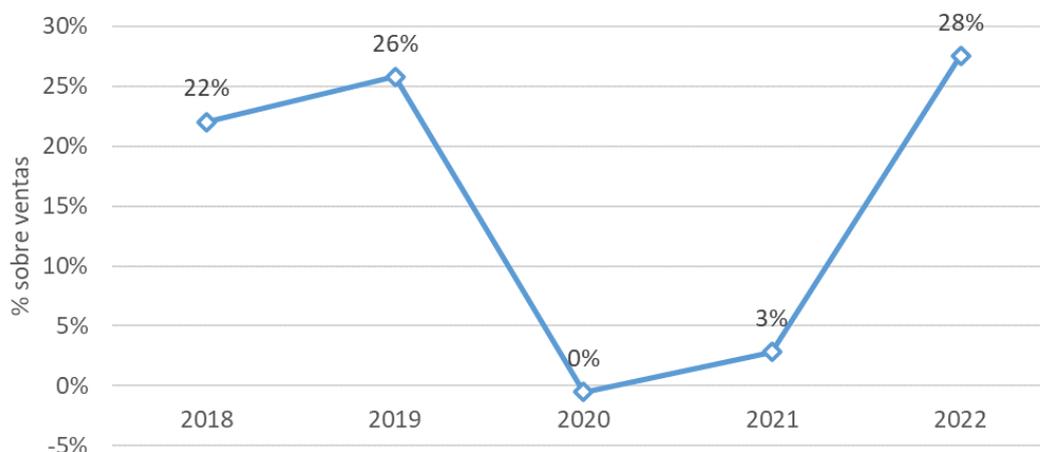
Gráfico 34 - Evolución de Margen Bruto - Parques, experiencias y productos



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El margen bruto de este segmento mostró una baja significativa durante la pandemia debido principalmente a la reducción de ingresos por la baja concurrencia a los parques, sin poder disminuir los costos fijos de los parques en la misma proporción. Sin embargo, en 2022 se muestra una plena recuperación de los ingresos mostrando un margen en línea con los niveles anteriores a la pandemia.

Gráfico 35 - Evolución de Margen Operativo - Parques, experiencias y productos



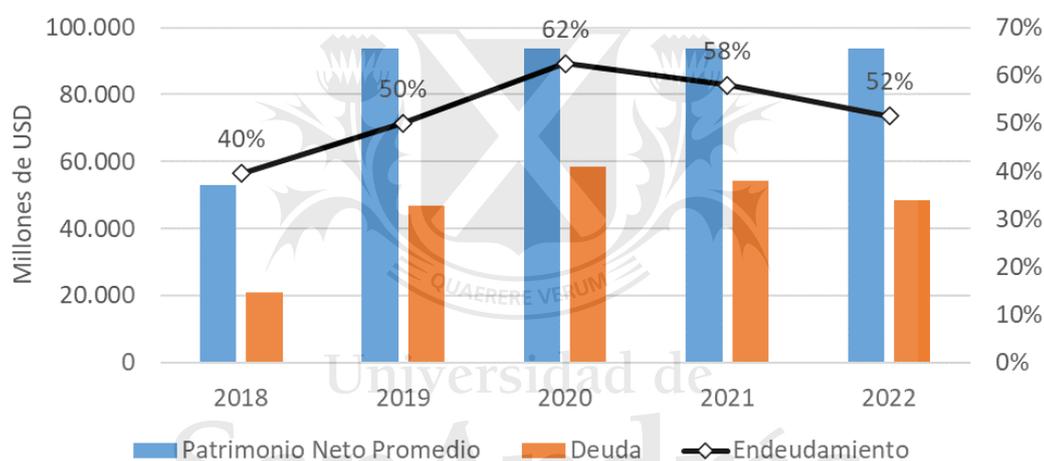
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

Este segmento tiene el mayor impacto al incluir amortizaciones debido a la fuerte inversión que requiere el negocio en los activos fijos de los parques. Por este mismo motivo, durante los años de pandemia tuvo márgenes casi nulos.

4.3. Ratios crediticios

Las deudas financieras que mantiene Disney son de corto y largo plazo, y representan en el periodo bajo análisis entre el 47% y el 56% del pasivo total reportado.

Gráfico 36 - Evolución de deuda financiera y patrimonio neto de Disney 2018-2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

Como resultado de la compra de Fox y la incorporación de sus activos y pasivos a su balance, Disney incrementó su nivel de endeudamiento. Adicionalmente, en 2020 debió acceder al mercado de crédito para afrontar las exigencias de la crisis por la pandemia mundial. La expectativa de la compañía es que a medida que se restablezcan operaciones normales en los diferentes segmentos el nivel de endeudamiento se reducirá a los niveles de 2019.

Tabla 8 - Composición de deuda financiera de Disney 2018-2022

En millones de USD

	2018	2019	2020	2021	2022
Préstamos bancarios	1.005	5.342	2.023	1.992	1.662
Bonos denominados en dólares	17.942	39.424	52.736	49.090	45.091
Deuda denominada en moneda extranjera	955	1.044	1.983	2.011	1.844
Préstamos para los parques temáticos de Asia	1.145	1.114	1.303	1.331	1.425
Otros	(173)	62	583	(18)	(1.653)
Deuda total	20.874	46.986	58.628	54.406	48.369
Variación deuda financiera		125,1%	24,8%	-7,2%	-11,1%
Deuda financiera/Patrimonio Neto	39,5%	50,0%	62,4%	57,9%	51,5%
Deuda financiera/Pasivo total	46,8%	51,6%	56,4%	53,7%	50,8%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

La mayor parte de la deuda corresponde a los bonos denominados en dólares emitidos por la compañía. En 2022, los bonos vigentes tenían tasas de interés de entre el 1,75% y el 9,5%, con madurez de entre 1 y 74 años.

Los préstamos bancarios son líneas de créditos con bancos que permiten obtener créditos a tasas fijas. La tasa definida se calcula en base a la tasa SOFR y un margen adicional que varía de acuerdo con la calificación crediticia de la compañía.

La compañía también mantiene un préstamo otorgado por el gobierno de Hong Kong para el parque temático de ese país. La tasa de interés es HIBOR más un 2% y la fecha de madurez es en septiembre de 2025.

Tabla 9 - Evolución de ratios de estructura financiera de Disney 2019-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (Pasivo total/Patrimonio Neto)	0,87	1,07	1,21	1,18	1,12
Endeudamiento financiero (Deuda financiera/Patrimonio Neto)	0,40	0,50	0,62	0,58	0,52
Cobertura de intereses (EBIT/Intereses financieros)	25,06	14,20	4,85	4,86	7,85
EBITDA/Intereses financieros	30,31	16,82	6,52	6,78	9,86
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	0,94	0,90	1,32	1,08	1,00
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,21	0,23	0,29	0,27	0,24
Deuda/EBITDA	1,20	2,86	6,03	5,71	3,51

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El ratio de endeudamiento es la razón entre el pasivo y el patrimonio neto. Representa la cantidad monetaria de deuda que existe por cada unidad monetaria de patrimonio propiedad de los accionistas. El ratio se ha mantenido en niveles estables durante los últimos cinco años, teniendo incrementos en 2019 y 2020 pero tendiendo a la baja en 2021 y 2022.

Un comportamiento similar muestra el endeudamiento financiero, ratio que refleja la relación entre la deuda financiera de la compañía y el patrimonio neto.

El ratio de cobertura se calcula como el cociente entre el EBIT y los intereses financieros. Este alcanzó en 2018 un valor de 7,85, lo que significa que el EBIT de la compañía era equivalente a más de 7 veces el valor de los intereses financieros. En el período bajo análisis este ratio muestra una disminución significativa que se revierte en 2022. Esta disminución inicial se debe, en primer lugar, a los incrementos en la deuda mencionados anteriormente, que produjeron un aumento de los intereses de 70% en 2019 y 52% en 2020. En segundo lugar, las caídas en el EBIT de la compañía en los años 2020 y 2021

también produjeron una disminución en la relación. En 2022, con la mejora en el resultado de la compañía, se muestra una mejora en este ratio.

Es importante señalar que a pesar de las circunstancias descritas, en todo momento Disney se encontró en condiciones de afrontar sus costos de financiamiento con los resultados de su actividad principal.

El ratio de liquidez muestra la capacidad de la firma de hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos de corto plazo. Este ha tenido variaciones durante el período, pero en los últimos años se ha mantenido por encima de la unidad, por lo que la compañía cuenta con al menos una unidad monetaria de activo realizable en el corto plazo.

El ratio de nivel de apalancamiento del grupo se ha mantenido relativamente estable durante los cinco años analizados, con un promedio de 0,25 y sus oscilaciones han acompañado las situaciones descritas anteriormente.

Finalmente, el ratio deuda EBITDA muestra un incremento en 2019 producto del incremento de la deuda de ese año como parte de la compra de Fox. En 2020 se observa un salto abrupto como resultado de la caída del EBITDA por el contexto ya descrito para ese año. En los años siguientes, este ratio se reduce como resultado de la mejora del EBITDA.

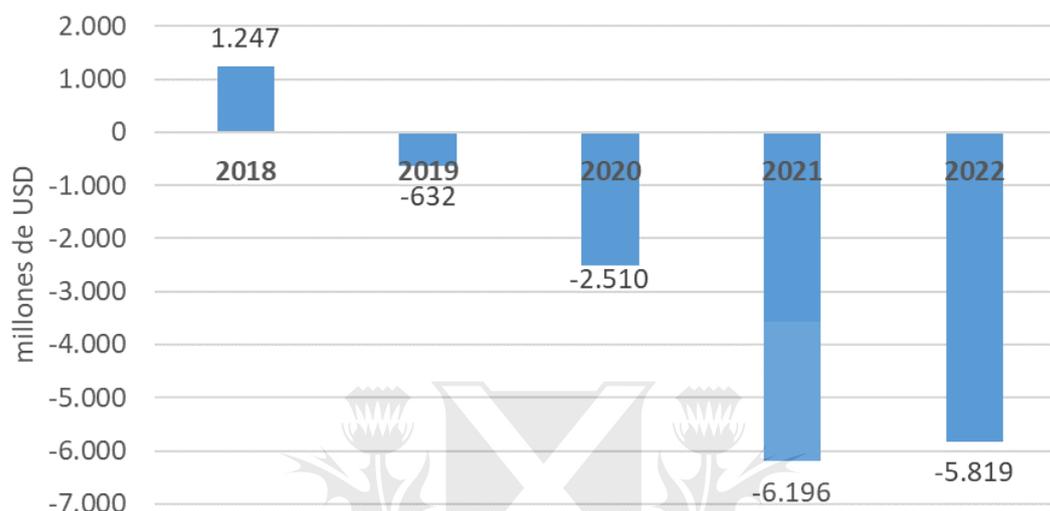
4.4. Ratios operativos

El capital de trabajo refleja los recursos con los que una empresa cuenta en el corto plazo para sus actividades operativas. Se calcula como la diferencia entre los activos operativos de corto plazo y los pasivos operativos de corto plazo.

Para el cálculo del capital de trabajo neto de Disney se tuvieron en cuenta para conformar el activo operativo de corto plazo las cuentas por cobrar, los inventarios y los pagos de contenido por adelantado. Para conformar el pasivo operativo de corto plazo

se tuvieron en cuenta las cuentas por pagar a proveedores. No se incluyeron los saldos de efectivo y equivalentes, ni los pasivos financieros de la compañía.

Gráfico 37 - Evolución de capital de trabajo de Disney 2018-2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

El capital de trabajo de la compañía ha sufrido variaciones significativas en el período bajo análisis. De 2018 a 2019 el capital de trabajo de la compañía se vio reducido como resultado de la fusión con Fox, que incrementó las cuentas por pagar en mayor medida que las cuentas por cobrar.

En 2020, el capital de trabajo se ve afectado nuevamente por una reducción en las cuentas a cobrar al cierre del año. A partir de 2021, el capital de trabajo tiene una reducción adicional como resultado de un aumento en las cuentas por pagar. Tanto las cuentas por cobrar como por pagar se mantuvieron estables en 2022.

Cabe destacar que a partir de 2020 la compañía adopta la nueva norma contable sobre exposición de contratos de arrendamiento. Esta norma requiere reflejar activos por el derecho de uso otorgado por el contrato durante todo su término y al mismo tiempo el pasivo total comprometido. De esta forma, para los ejercicios 2020, 2021 y 2022 la

compañía incluye dentro de sus cuentas por pagar el saldo corriente de esas obligaciones, que ascienden a USD 784, 678 y 651 millones, respectivamente.

El incremento de las cuentas por pagar en los últimos años corresponde principalmente a las obligaciones generadas por la producción y compra de contenido como parte de la inversión que efectuó la compañía para sumar contenido a las plataformas.

En la siguiente tabla se resumen los principales ratios operativos de Disney y su evolución en el periodo bajo análisis:

Tabla 10 - Evolución de ratios operativos de Disney 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Capital de Trabajo/Ventas	2%	-1%	-4%	-9%	-7%
Días de cuentas a cobrar	57	63	72	70	56
Días de cuentas por pagar	83	93	112	117	106

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

La evolución del capital de trabajo con respecto a las ventas acompaña la evolución del capital de trabajo descrita anteriormente.

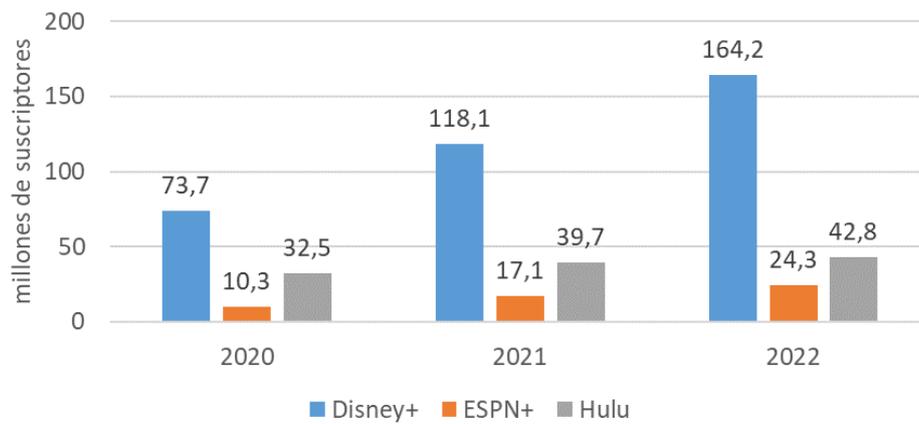
Para el cálculo de los días de cuentas a cobrar se consideraron las ventas y el saldo promedio de cuentas a cobrar de cada año. Este indicador se ha mantenido relativamente estable en el período bajo análisis punta a punta, mostrando variaciones intermedias temporales como resultado del contexto de pandemia.

Con respecto a los días de cuentas por pagar, se consideraron los costos de servicios, costos de productos y gastos generales (excluyendo amortizaciones), en relación con el saldo promedio de cuentas a pagar de cada año. se observa un incremento a partir del año 2020 que se mantiene hasta el 2022 producto del incremento en los saldos promedios de cuentas a pagar.

4.5. Ratios de actividad

Dado que el negocio de streaming ha cobrado relevancia para la compañía en el último tiempo, a continuación, se analizan algunos indicadores relacionados con este negocio.

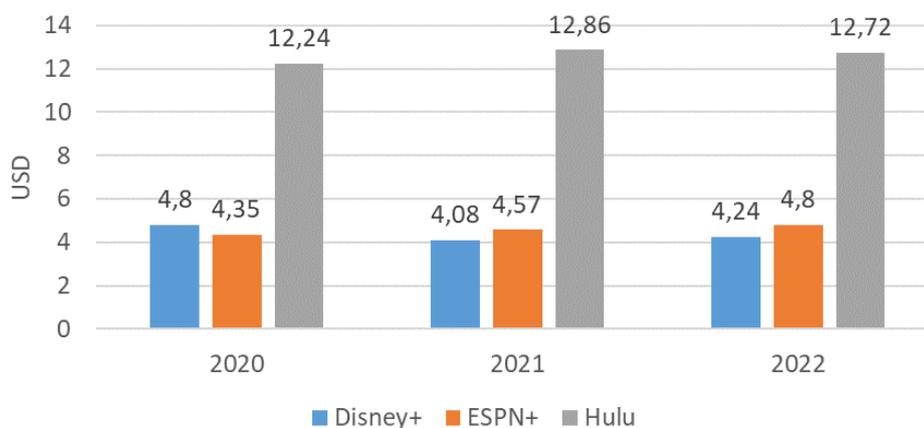
Gráfico 38 - Evolución de suscriptores de SVOD de Disney 2020-2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2020 – 2022

En primer lugar, vemos la evolución de los suscriptores de los servicios SVOD de Disney. Se observa que la compañía ha logrado entrar al mercado con el exitoso lanzamiento de Disney+ en 2020 y ha incrementado los usuarios de estos servicios con los lanzamientos en otras regiones en años siguientes. ESPN+ y Hulu han tenido un recorrido similar con menor cantidad de suscriptores.

Gráfico 39 - Evolución del ARPU de los suscriptores SVOD de Disney 2020-2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2020 – 2022

El ARPU es una medida utilizada en la industria para medir la venta promedio que genera un usuario por mes de suscripción. Se calcula como la relación entre las ventas del mes y el promedio de usuarios activos de ese período.

En el caso de Disney+, el lanzamiento en mercados internacionales a precios más competitivos, sumado a las opciones de suscripción con publicidad más económicas han hecho que el ARPU no supere al inicial de 2020 que solo incluía el tipo de suscripción sin publicidad y para el mercado de Estados Unidos. El resto de las plataformas han mantenido relativamente estable el ARPU.

4.6. Comparación con pares de mercado

En esta sección se desarrollará la comparación de ratios financieros de Disney con los de otras compañías comparables.

Para ello se han elegido tres de las compañías que lideran este segmento: Comcast, Warner Bros Discovery y Paramount.

Tabla 11 - Indicadores de rentabilidad de Disney vs. pares de mercado

Indicadores	Disney	Comcast	Warner Bros Discovery	Paramount
	2022	2022	2022	2022
Margen operativo (EBIT/Ventas)	13,3%	10,9%	-21,2%	7,3%
Margen EBITDA (EBITDA/Ventas)	16,6%	22,2%	41,9%	8,6%
ROA (EBIT/Activo total)	5,4%	5,1%	-5,4%	3,7%
ROE (Ganancia Neta/Patrimonio Neto)	6,8%	6,5%	-15,2%	3,2%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

En cuanto al margen operativo, Disney muestra el mayor de todos los analizados, siendo parecido al de Comcast. En cuanto al margen EBITDA, también es comparable al de Comcast, aunque en este caso Comcast es superior.

En términos de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio neto, puede observarse que Disney y Comcast también ofrecen tasas similares, siendo las más altas del mercado.

Tabla 12 - Indicador de gestión operativa de Disney vs. pares de mercado

Indicadores	Disney	Comcast	Warner Bros Discovery	Paramount
	2022	2022	2022	2022
Capital de Trabajo/Ventas	-7%	-5%	-3%	24%
Días de cuentas a cobrar	56	37	54	87
Días de cuentas por pagar	106	83	95	99

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

En cuanto a la relación de capital de trabajo, a excepción de Paramount el resto de las compañías muestra una relación negativa generada por un capital de trabajo negativo. El ratio de Disney es el más bajo de todos, y es comparable al de Comcast.

Los días de cuentas a cobrar varían mucho entre las compañías, pero Disney se encuentra en una posición intermedia similar a la de Warner Bros.

Con respecto a los días de cuentas por pagar, Disney es el que muestra el indicador más alto pero en general las empresas muestran un nivel similar. En todos los casos los días de cuentas por pagar son mayores a los días de cuentas por cobrar.

Tabla 13 - Indicador de gestión financiera de Disney vs. pares de mercado

Indicadores	Disney	Comcast	Warner Bros Discovery	Paramount
	2022	2022	2022	2022
Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio Neto)	1,1	2,1	1,8	1,6
Endeudamiento financiero (Deuda financiera/Patrimonio Neto)	0,5	1,2	1,0	0,8
EBITDA/Intereses financieros	9,9	6,9	8,0	3,2
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,2	0,4	0,4	0,3

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la Compañía 2018 – 2022

En cuanto a los indicadores de gestión financiera, Disney muestra que es el de menor nivel de endeudamiento, tanto a nivel de pasivo total como de endeudamiento financiero. Su nivel de apalancamiento también es el menor, aunque en este caso todas las compañías ofrecen ratios similares.

En relación con la cobertura de intereses con respecto al EBITDA, Disney se muestra como la empresa con la mejor relación de entre las analizadas, lo que es consecuente con el bajo nivel de endeudamiento en comparación a sus pares.



5. Valuación por flujo de fondos descontados

El modelo de flujo de fondos descontado tiene en cuenta el valor actual de los flujos futuros al descontarlos a una tasa de costo de capital. Para hallar esta tasa se considerarán los siguientes elementos.

5.1. Tasa libre de riesgo

Una tasa libre de riesgo se define a partir de un activo considerado libre de riesgo y considerando su retorno esperado. Un activo libre de riesgo es aquel donde el inversor puede conocer el retorno esperado con certeza dentro del horizonte de tiempo bajo análisis.

Para poder considerar una tasa como libre de riesgo se considera que no debe existir riesgo de deuda o default, por lo que generalmente se considera que el activo debe ser emitido por el gobierno. Tampoco debe haber incertidumbre sobre la tasa de reinversión, por lo que el activo seleccionado como libre de riesgo no debe realizar pagos intermedios. Al mismo tiempo, es importante considerar la moneda en la cual se proyectaron los flujos de fondos y la moneda en la cual esté definida la tasa libre de riesgo.

Dado que Disney es una empresa de capitales estadounidenses, con sede principal de sus actividades en ese país y que la principal moneda en que desarrolla su actividad es USD, consideraré como tasa libre de riesgo para la valuación la tasa de rendimiento de los “Treasury Notes” a 10 años emitidos por el Tesoro de Estados Unidos. En consecuencia, la tasa libre de riesgo se definió en 3,83%. Esta información se corresponde con la yield del Treasury Note de 10 años al 30 de septiembre de 2022 obtenida a través de FRED.

Tasa libre de riesgo = 3,83%

5.2. Prima de riesgo

La prima de riesgo se calcula como la diferencia entre el retorno promedio de un portafolio de acciones (compuesto en este caso por las acciones que integran el índice S&P 500) y el retorno promedio en activos libres de riesgo, considerando un período de tiempo prolongado.

Se considera el índice S&P 500 como portafolio de acciones porque representa el mercado donde se desenvuelve principalmente la empresa y donde cotizan sus acciones. Como tasa libre de riesgo se considera la serie histórica de los Treasury Notes a 10 años.

A partir del promedio geométrico histórico de rendimientos de los últimos 60 años (1962-2022) llegamos a la siguiente prima de mercado de riesgo de 9,67%, que menos la tasa libre de riesgo identificada en el punto anterior nos da una prima de riesgo de 5,84%.

Prima de riesgo = 5,84%

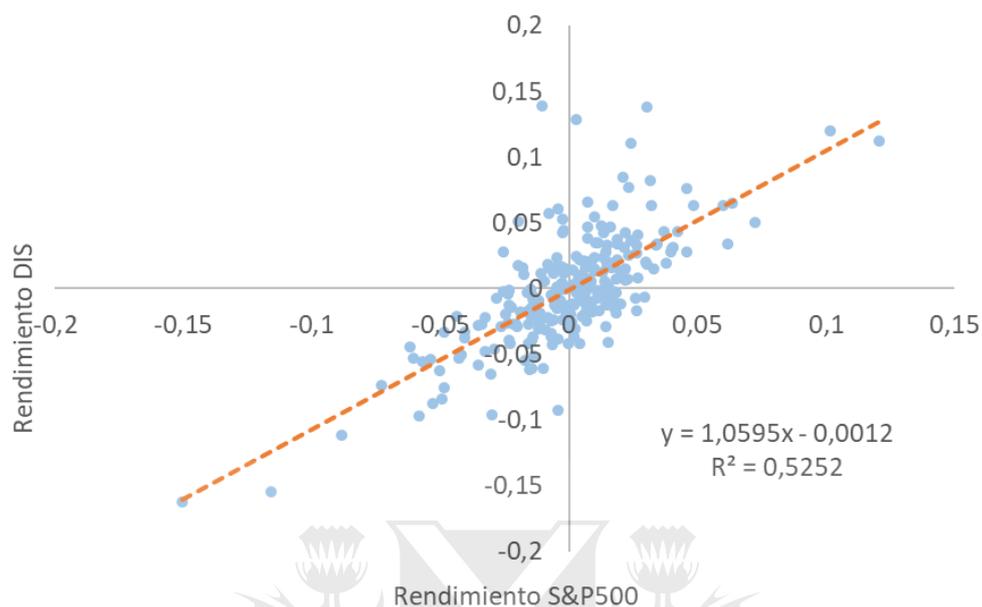
5.3. Beta

La beta de un activo representa la relación entre la covarianza del retorno esperado de ese activo con el retorno esperado del mercado y la varianza del retorno esperado del mercado. Todos estos retornos esperados se miden por sobre la tasa libre de riesgo mencionada previamente.

Se calcula la beta de Disney a partir de un análisis de regresión lineal simple entre los rendimientos de Disney y los que se observan del índice S&P 500. Luego se compara el resultado de esta regresión con los Betas de la industria para verificar su razonabilidad.

Para el cálculo se consideraron los retornos semanales de los últimos 5 años (2018-2022) tanto de la acción de Disney como del índice S&P 500.

Gráfico 40 - Regresión lineal DIS vs. prima de riesgo de mercado



Fuente: elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance.

Beta = 1,06

A continuación, se contrasta el resultado obtenido con los betas de compañías comparables:

Gráfico 41 - Beta apalancado de Disney calculado a partir de firmas comparables

Compañía	Beta apalancado	Beta desapanlacado
AT&T	0,72	0,36
Comcast	0,96	0,61
Warner Bros. Discovery, Inc.	1,40	0,63
Paramount Global	1,86	0,91
Beta desapanlacado promedio		0,77
D/E		0,28
Tasa de impuesto		0,30
Beta apalancado Disney		0,92

Elaboración propia

Cabe destacar que en el caso de AT&T el beta desapanlacado es menor a los del resto de la industria, principalmente porque además de los negocios de entretenimiento

posee negocios de servicios de comunicaciones. Se consideró un promedio entre Warner y Paramount como Beta del sector más comparable a Disney. Como se observa, el beta así obtenido es similar al que arroja la regresión.

5.4. Costo del capital propio

El costo de las acciones o costo del capital propio se calcula a través del modelo CAPM, que utiliza las variables que hemos obtenido hasta ahora en el análisis:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Donde:

r_e : costo de las acciones de la compañía

r_f : tasa libre de riesgo = 3,83%

β : Beta de la compañía = 1,06

$r_m - r_f$: prima de riesgo de mercado = 5,84%

Costo del capital propio = 10,02%

5.5. Costo de la deuda

Para calcular el costo de la deuda, se consideraron los siguientes bonos emitidos por la compañía y el promedio de los retornos esperados para los mismos en función del precio de mercado al 30 de septiembre de 2022 y las condiciones de emisión:

Tabla 14 - Bonos emitidos por Disney. Fuente: Börse Frankfurt

Tipo	Vencimiento	Moneda	Pago de cupón	Cupón	Tasa interna de retorno
Bono	15/12/2034	USD	Semestral	6,20%	5,91%
Bono	15/12/2035	USD	Semestral	6,40%	6,07%
Bono	1/3/2037	USD	Semestral	6,15%	6,23%
Bono	1/10/2043	USD	Semestral	5,40%	6,23%
Bono	15/11/2046	USD	Semestral	4,75%	6,25%
Promedio					6,14%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Börse Frankfurt (octubre 2023)

Costo de la deuda = 6,14%

Este costo no contempla el beneficio fiscal sobre los intereses.

5.6. Costo promedio ponderado del capital

El costo promedio ponderado del capital o WACC es el retorno esperado sobre un portafolio compuesto por los activos de la compañía. Los activos se encuentran financiados tanto por deuda como por capital, por lo que el retorno esperado será una combinación de del costo de la deuda y del costo del capital propio.

En base a los datos obtenidos podemos proceder al cálculo del WACC de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{D}{D + E} \times r_d \times (1 - t) + \frac{E}{D + E} \times r_e$$

$$WACC = \frac{48.369}{48.369 + 172.019} \times 6,14\% \times (1 - 30\%) + \frac{172.019}{48.369 + 172.019} \times 10,02\%$$

$$WACC = 8,77\%$$

Costo de capital = 8,77%

5.7. Flujo de fondos libre

A través del modelo de flujo de fondos descontados se busca encontrar un valor total de la compañía que permita luego derivar el valor del capital que poseen sus accionistas. Los flujos de fondos utilizados incluyen las necesidades de reinversión esperadas y excluyen los flujos de fondos relacionados a financiaciones. De esta forma se obtiene el flujo de fondos libre que representa los flujos de efectivo que pueden ser destinados a pago a los inversores (acreedores y/o accionistas):

EBIT (1-t)

- Inversiones de capital

+ Depreciaciones y amortizaciones

- Cambios en las necesidades de capital de trabajo

= Flujos de Fondos libre

Para estimar los flujos de fondos, su crecimiento y las necesidades de inversión, se tienen en cuenta los principales segmentos en los que opera la compañía. Dado que se trata de negocios con modelos y expectativas diferentes, de esta manera se podrá aproximar de mejor manera los flujos estimados de ingresos, costos e inversión requeridos por cada uno.

Con respecto al horizonte de tiempo a utilizar, considero que dado los cambios que está atravesando la industria del entretenimiento actualmente será necesario hacer una proyección de flujos para los primeros 5 años, y luego considerar un valor terminal de la compañía.

$$Valor\ Presente = \frac{FFL_1}{1+r} + \frac{FFL_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FFL_H}{(1+r)^H} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

$$Valor\ Presente = \sum_{t=1}^n \frac{FFL_t}{(1+r)^t} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

FFL = flujo de fondos libre

$r = \text{tasa de descuento} = WACC$

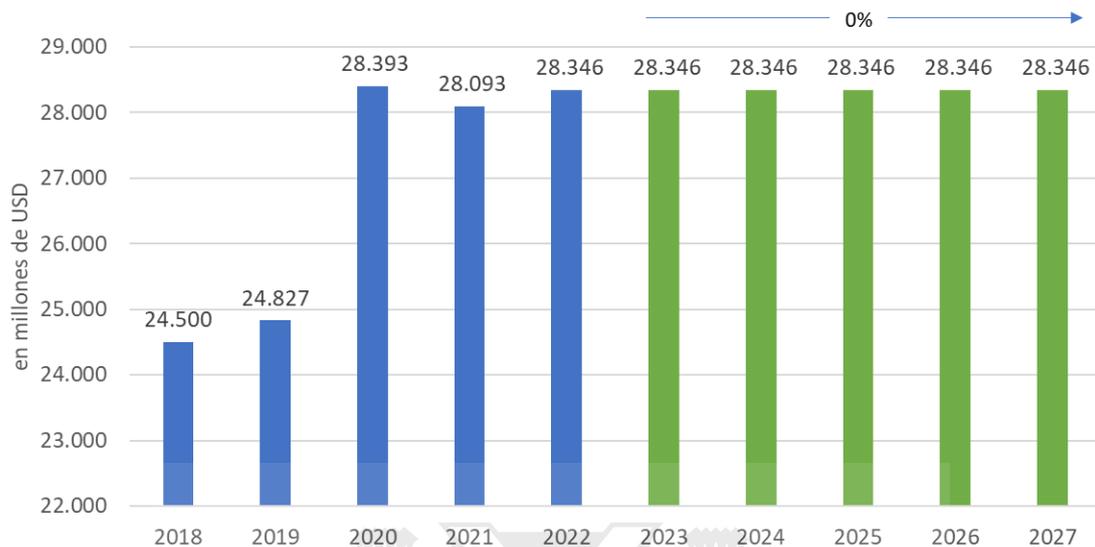
$g = \text{tasa de crecimiento esperada a perpetuidad}$

Para estimar los flujos de fondo de la compañía se considerarán los diferentes segmentos en los que opera y los análisis de industria comentados anteriormente en este trabajo. Para ello, a continuación, se detallan las estimaciones de ventas y márgenes operativos de cada segmento. El margen operativo es la utilidad que obtiene la compañía luego de deducir de las ventas los costos y gastos relacionados a la operación.

5.7.1. Canales de Televisión

Para estimar las ventas de este segmento se considerará un CAGR nulo dado que el estimado por el mercado es de -0,09% para esta industria con pocas expectativas de crecimiento. Disney es un competidor que ya está establecido en esta industria y planea mantener el negocio en sus niveles actuales en los próximos años, por lo cual el crecimiento esperado para la industria es un adecuado estimador para las ventas. También es importante recordar que el salto en 2020 se debe a la compra de Fox y que la compañía no ha expresado planes realizar este tipo de adquisiciones en el futuro.

Gráfico 42 - Ventas proyectadas para canales de televisión de Disney



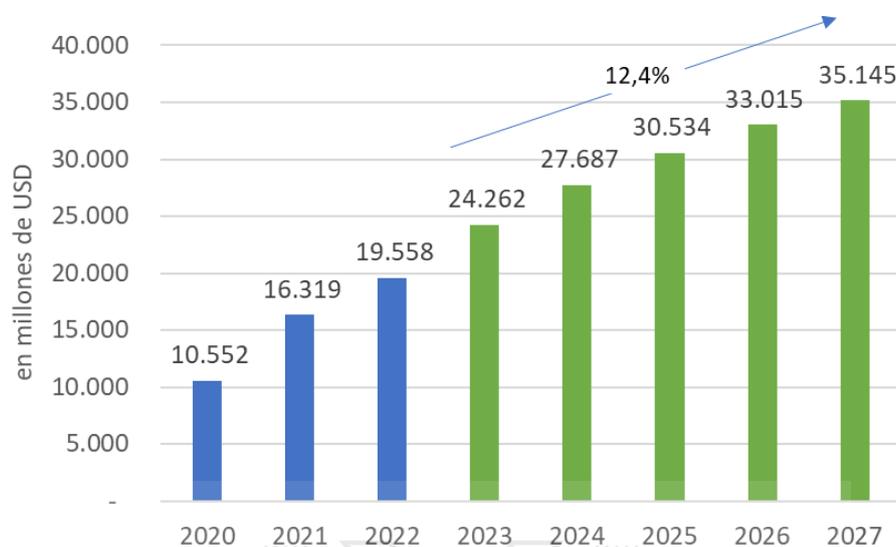
Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado de canales de televisión.

Este segmento muestra en el período analizado márgenes de entre 27% y 32%, estabilizándose en los últimos años en 30%. Es de destacar que estos márgenes no se vieron afectados por la pandemia, por el bajo impacto que tuvieron las medidas de los gobiernos en este segmento. Para el futuro se proyecta que el margen continuará estable, y se proyecta como un promedio de los observados.

5.7.2. Plataformas digitales

La compañía ha entrado recientemente en este mercado y ha expresado sus intenciones de continuar creciendo en el mismo y además adecuar su estrategia de precios en el futuro. Para proyectar las ventas se consideró la proyección de ingresos del mercado detallada anteriormente y la cuota de mercado de la compañía de 15%.

Gráfico 43 - Ventas proyectadas para plataformas digitales de Disney



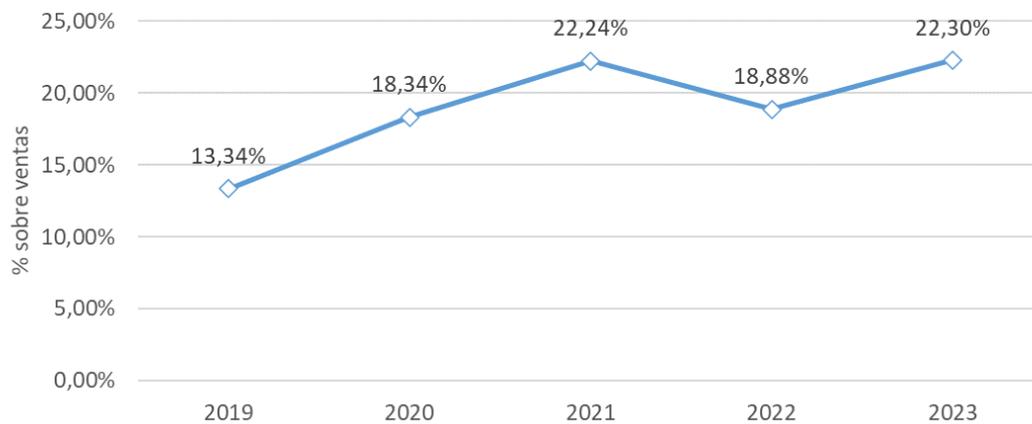
Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado SVOD.

El CAGR obtenido de esta proyección es de 12,4% para el periodo 2023-2027, que se encuentra algo por encima del esperado para la industria de 11,6%. Esta variación se debe a que esta proyección parte de las ventas reportadas por Disney en 2022, y es razonable considerando los esfuerzos adicionales de Disney para incrementar su base de suscriptores.

Este segmento arroja márgenes operativos negativos en los últimos años debido a todos los gastos iniciales que se han realizado para el lanzamiento de las plataformas de video bajo demanda. Dado que la compañía todavía espera realizar más lanzamientos durante los años 2023, se proyectan márgenes negativos para este año. Sin embargo, la compañía ha expresado que espera que este negocio sea rentable a partir de 2024.

Una de las empresas de más historia, con experiencia y recorrido en este segmento es Netflix, que además representa su principal línea de negocios. El margen operativo de Netflix es a 2023 22,3% y ha mostrado la siguiente evolución en los últimos años:

Gráfico 44 - Evolución del margen operativo de Netflix 2019-2023

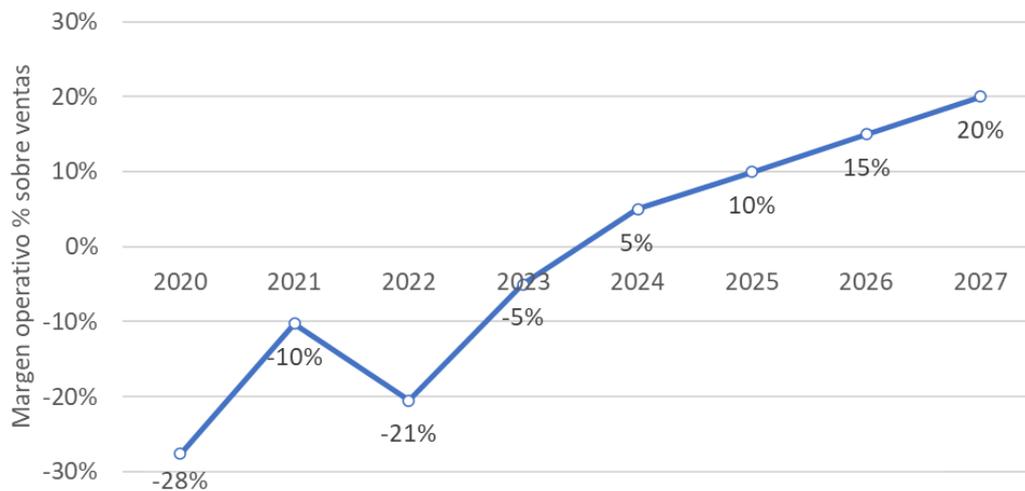


Fuente: elaboración propia en base a información de Yahoo Finance.

Considerando que Disney tiene todavía unos años para terminar de madurar en este mercado, se proyecta para el año 2027 lograr alcanzar un margen similar al de Netflix, estimado en 20%. En este sentido es importante recordar que Disney en 2023 realizó una fuerte reestructuración de su segmento de plataforma digital, reduciendo en particular costos de producciones y adquisiciones, lo que espera que se refleje en una mejora de los márgenes a futuro.

Como conclusión de lo antes mencionado, se plantea la siguiente evolución de márgenes operativos para este segmento:

Gráfico 45 - Márgenes operativos proyectados para plataformas digitales de Disney

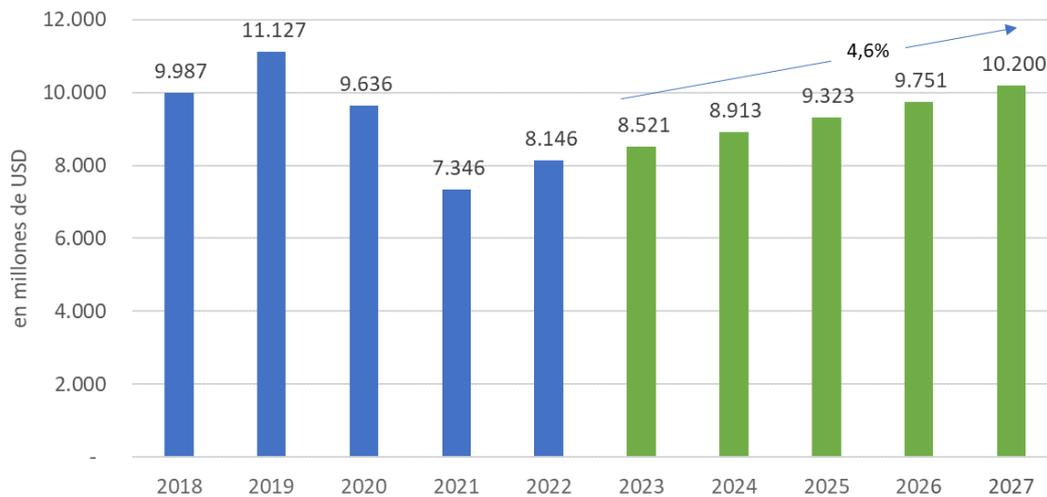


Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado SVOD.

5.7.3. Estudios de cine

El mercado de estudio de cine está en recuperación luego de la pandemia. Si bien el mercado esperar recuperar el mismo nivel anterior a la pandemia, se debe destacar que los ingresos de esta industria son altamente dependientes del rendimiento de las películas estrenadas. En el año 2019 Disney había estrenado películas que tuvieron un muy buen rendimiento (Vengadores, Toy Story 4, El rey león, entre otras). No sería certero estimar este tipo de rendimientos a futuro, pero sí que la compañía vaya en línea con el crecimiento esperado con la industria partiendo de su nivel de ventas para 2022. Este año tuvo estrenos que se desempeñaron bien sin llegar al nivel de otros años, con lo cual es un buen punto de partida para estimar ingresos futuros.

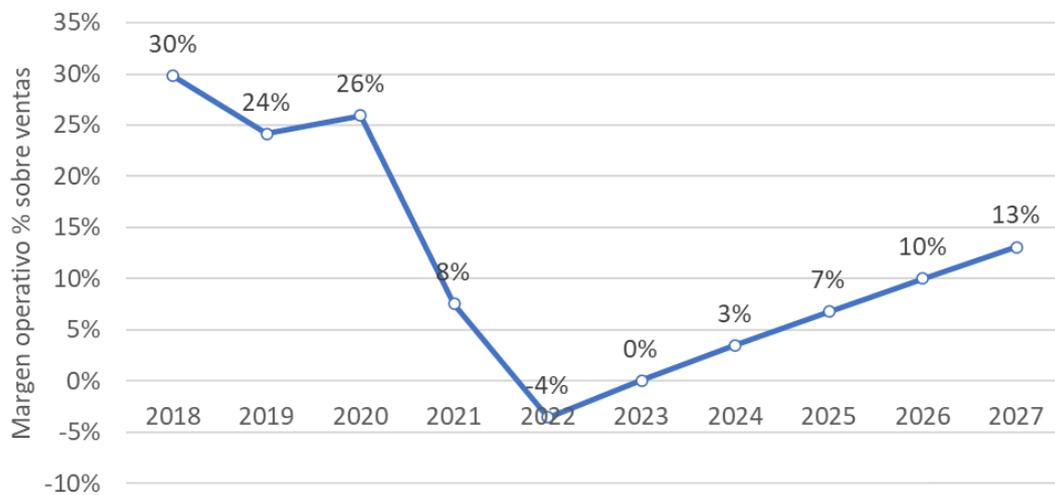
Gráfico 46 - Ventas proyectadas para estudios de cine de Disney



Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado de cine.

Con respecto al margen operativo, este segmento sufrió los efectos de la pandemia al no poder reducir costos al mismo tiempo que se reducían los ingresos. Por lo tanto se plantea la siguiente evolución de ventas y costos para llegar al margen operativo estimado, donde las ventas son las obtenidas de la proyección de la industria y los costos se mantienen creciendo a una tasa del 1% anual, comportamiento que es consistente con el promedio de variación de costos de años anteriores.

Gráfico 47 - Margen operativo proyectado para estudios de cine de Disney

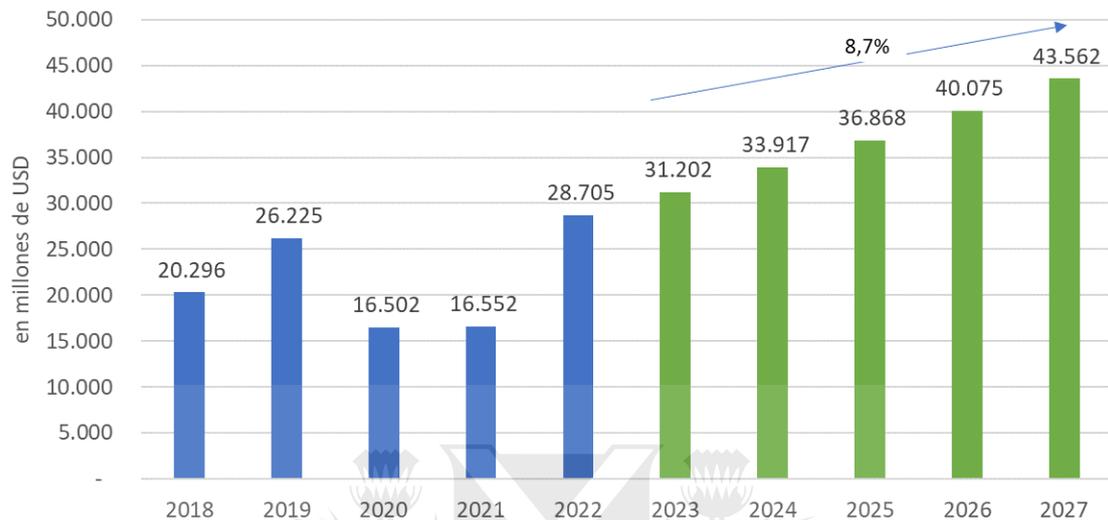


Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado de cine.

5.7.4. Parques, experiencias y productos

El segmento de Parques, experiencias y productos fueron los más afectados por la crisis pero ya han llegado a recuperar un nivel de ventas similar al que se encontraba anterior a la pandemia. Para proyectar las ventas se utilizará la tasa anual de crecimiento de 8,7% esperada para el mercado.

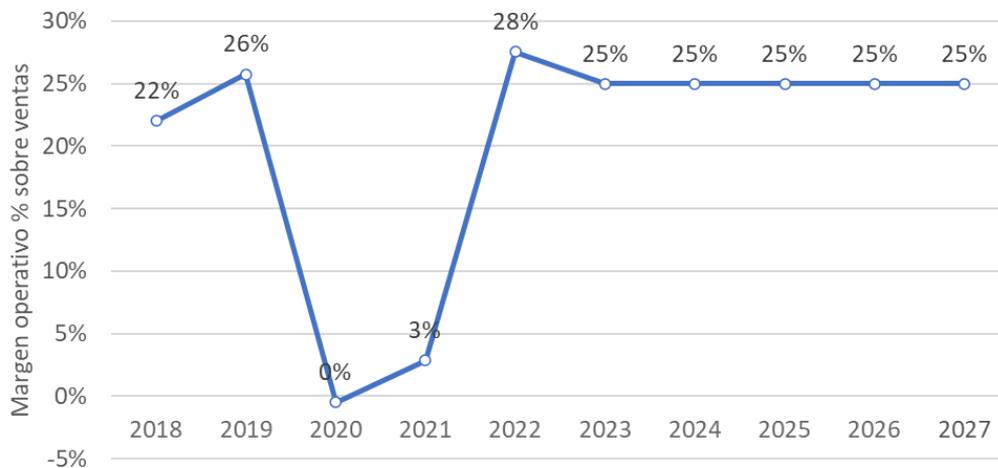
Gráfico 48 - Ventas proyectadas para parques, experiencias y productos de Disney



Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado de parques.

El margen de este negocio se vio severamente afectado por todas las restricciones que se dieron como consecuencia de la pandemia, dado que muchos de los costos asociados al negocio provienen de activos fijos o mantenimientos que no se pueden discontinuar. Con la paulatina vuelta a la normalidad, se espera que al incrementarse las ventas se puedan retomar niveles cercanos a los históricos, aunque reducidos por los diversos gastos adicionales en seguridad y salud que deberán cumplir hoteles y parques (entre otros) debido a las nuevas regulaciones sanitarias. En 2022 se observa una recuperación del margen operativo, por lo que se considerará un promedio de los últimos 3 años comparables (2018, 2019 y 2022) de 25%. Este es un margen operativo similar al de años anteriores y que se mantiene para los años restantes de la proyección.

Gráfico 49 - Margen operativo proyectado para parques, experiencias y productos de Disney



Fuente: Elaboración propia en base a reportes de Disney y a información de Statista para el mercado de parques.

5.8. Activos fijos e intangibles

Los principales activos fijos de la compañía son los parques, hoteles y otras propiedades, compuestos por los edificios, mejoras y atracciones, así como los muebles, útiles y equipamiento de estos. Los activos fijos se incorporan al balance a costo histórico y se deprecian en línea recta a lo largo de su vida útil. Para estimar su crecimiento, se consideran las inversiones realizadas en los últimos 5 años según lo que surge de los estados de flujo de efectivo de la compañía. Luego se relacionan estas inversiones con las ventas de la compañía.

Tabla 15 - Evolución de activos fijos de Disney 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas (sin efecto de eliminaciones)	60.102	71.528	71.498	68.310	84.755
Inversiones en parques, hoteles y otras propiedades	4.465	4.876	4.022	3.578	4.943
% Inversiones/Ingresos	7%	7%	6%	5%	6%
Promedio			6%		

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de Disney 2018-2022.

Consideraremos el promedio obtenido de esta relación, dado que la compañía tiene planificado continuar con la apertura de parques a futuro.

Para la amortización, la compañía presenta una tasa de amortización con respecto a los activos fijos brutos que oscila entre el 4,7% y 5,1% en el período. Se consideró el promedio de amortización de los períodos bajo análisis de 4,9%.

Los activos intangibles se componen de la siguiente forma:

Tabla 16 - Evolución de activos intangibles de Disney 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Intangibles de Personajes/franquicias, derechos de autor y marcas registradas	5.829	10.577	10.572	10.572	10.572
Acuerdos con distribuidores de video multicanal (MVPDs)	-	9.900	8.098	8.089	8.058
Otros activos intangibles amortizables	1.213	4.291	4.309	4.303	4.045
Amortización acumulada	(2.070)	(3.393)	(5.598)	(7.641)	(9.630)
Subtotal	4.972	21.375	17.381	15.323	13.045
Activos intangibles de vida útil indefinida	1.840	1.840	1.792	1.792	1.792
Total de activos intangibles	6.812	23.215	19.173	17.115	14.837

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de Disney 2018-2022.

Los principales intangibles corresponden a los derechos sobre personajes y marcas adquiridos. A partir de la compra de Fox este saldo se incrementó, pero no se esperan incrementos similares en los próximos años.

Los acuerdos con distribuidores de video reflejan el valor de mercado de los acuerdos adquiridos a través de la compra de Fox. De la misma forma, no se esperan nuevos incrementos en este rubro.

Con respecto a otros activos intangibles, se considerará el incremento promedio posterior a la compra de Fox.

La compañía también posee activos intangibles de vida útil indefinida que como tales no amortizan, y dado que no se esperan adiciones no se consideran en el análisis.

La amortización se estimó en un 8,7% de los intangibles, considerando el promedio histórico de amortización posterior a la compra de Fox.

5.9. Capital de trabajo

El capital de trabajo son los recursos financieros que la compañía necesita para llevar adelante sus operaciones habituales, y se calcula habitualmente como la diferencia entre los activos corrientes y pasivos corrientes. Sin embargo, a los efectos de este trabajo se excluyen del cálculo los siguientes conceptos:

- Efectivo y equivalentes de efectivo: se trata del dinero disponible en cuentas bancarias e inversiones en títulos de corto plazo. Dado que no están directamente relacionados con las necesidades operativas de la compañía se excluyen del total de activo corriente para no distorsionar el cálculo.
- Deudas financieras de corto plazo: estos pasivos están relacionados con las actividades de financiación de la compañía y como tales se excluyen del cálculo del flujo de fondos libre.

Para estimar el capital de trabajo para los siguientes períodos se considera su relación con las ventas:

Tabla 17 - Evolución del capital de trabajo de Disney 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Créditos por venta + Inventarios	10.726	17.130	14.291	14.698	14.394
Cuentas por pagar	9.479	17.762	16.801	20.894	20.213
Capital de trabajo	1.247	(632)	(2.510)	(6.196)	(5.819)

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de Disney 2018-2022.

Como se observa, a partir de la compra de Fox las necesidades de capital de trabajo se vieron incrementadas y luego por la pandemia disminuidas hasta llegar a un capital de trabajo negativo en los últimos años, provocado por el incremento de los pasivos corrientes. La necesidad de inversión en el negocio de plataforma en cuanto a contenidos hizo necesario incrementar los pasivos de corto plazo. Dado que en 2023 la

empresa llevó adelante una reestructuración y está reduciendo sus gastos en contenido, este trabajo asume que los niveles de capital de trabajo retornaran en 2024 a niveles similares a los de 2018, al mismo tiempo que el negocio de plataforma comienza a generar una rentabilidad positiva.

Tabla 18 - Proyección de capital de trabajo en relación a las ventas



Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de Disney 2018-2022.

5.10. Valor terminal

El valor terminal representa el valor esperado de los flujos de fondos a perpetuidad correspondientes a los períodos posteriores al horizonte de planeamiento definido previamente (5 años). Para este cálculo se consideran los siguientes parámetros:

- Flujo de fondos libre de la compañía en el año **2028**
- Tasa de crecimiento esperada a perpetuidad: se consideró tasa de crecimiento poblacional de 1% estimada por el FMI para el año 2028 suponiendo que la compañía puede continuar creciendo al mismo ritmo que la economía. Se consideró también una inflación proyectada por el mismo organismo para economías avanzadas de 2% a partir de ese año para obtener una proyección nominal de crecimiento. Por lo tanto, se considerará una tasa de crecimiento de **3%**.
- Tasa de descuento: costo de capital calculado previamente de **8,77%**.

5.11. Valuación

En base a las proyecciones detalladas anteriormente se estimó el flujo de fondos futuro de la compañía y se calculó también el valor terminal de la misma en el horizonte de planeamiento, para llegar al valor actual de la firma. Dado que ese valor incluye los flujos de fondos que se destinarán tanto a acreedores como a accionistas, al valor de la firma obtenido se le descuenta el valor de la deuda neta (deuda neta de efectivo y equivalentes). De esta forma podemos llegar al valor del equity para conocer el valor por acción:

Tabla 19 - Cálculo del valor por acción de Disney

Valor actual de los flujos de fondos	USD	64.318
Valor actual del valor terminal	USD	204.326
Valor de la firma (en millones de dólares)	USD	268.644
más Efectivo y equivalentes de efectivo	USD	11.615
menos Deuda	USD	(48.369)
Valor del equity (en millones de dólares)	USD	231.890
Cantidad de acciones en circulación		1.823.591.988
Valor por acción (en dólares)	USD	127,16
Precio de mercado al 30-Sep-2022	USD	94,33

Elaboración propia

El valor de la acción así obtenido es de USD 127,16 por acción. El valor de cierre que presentó la acción en el mercado de Nueva York al 30 de septiembre de 2020 fue de USD 94,33, por lo que de acuerdo al análisis realizado se encontraba subvaluada por el mercado.

5.12. Análisis de sensibilidad

Para complementar la valuación realizada, se consideran además dos escenarios alternativos que afectan a las variables utilizadas:

- Escenario optimista:
 - o El segmento de plataformas digitales logra además de crecer junto con el mercado captar mayor parte de usuarios, llegando a obtener una participación de mercado de 20%, lo que genera un CAGR de 18,75%. Al mismo tiempo, esto permite llegar a tener un margen del 20% un año antes en 2026.
 - o Al mismo tiempo, el segmento de estudios de cine genera estrenos con desempeños superiores a los esperados, considerando un CAGR de 7%.
- Escenario pesimista:
 - o El crecimiento de plataformas digitales es menor al esperado, obteniendo las ventas un CAGR de 5%
 - o El segmento de parques frena su crecimiento luego de la recuperación post pandemia, considerando un CAGR de 4%

Considerando estas premisas se recalculan los flujos de fondos y el valor terminal para cada escenario y se llega a los siguientes valores por acción:

Tabla 20 - Cálculo del valor por acción, comparación en diferentes escenarios

	Pesimista	Base	Optimista
Valor actual de los flujos de fondos	59.424	64.318	68.235
Valor actual del valor terminal	173.477	204.326	221.730
Valor de la firma (en millones de USD)	232.901	268.644	289.965
más Efectivo y equivalentes de efectivo	11.615	11.615	11.615
menos Deuda	(48.369)	(48.369)	(48.369)
Valor del equity (en millones de USD)	196.147	231.890	253.211
Cantidad de acciones en circulación (en millones)	1.824	1.824	1.824
Valor por acción (en USD)	107,56	127,16	138,85

Elaboración propia

Considerando estos escenarios, el valor de la acción podría fluctuar en el rango de USD 107,56 a USD 138,85 por acción.

6. Valuación por múltiplos

A continuación, se realizará la valuación de la compañía de una forma alternativa, como forma de validación de los resultados obtenidos en la valuación por flujos de fondos descontados.

La valuación por múltiplos busca valorar la compañía a través del uso de indicadores de empresas comparables de la industria. Dado que estas compañías representan activos similares, su valor de mercado debería ser similar también.

Para el análisis de valuación por múltiplos he seleccionado empresas del rubro del entretenimiento. Es de destacar que algunas de estas empresas también son conglomerados que generan contenidos y a su vez pueden tener actividades en otros segmentos relacionados.

Tabla 21 - Múltiplos de compañías comparables

Empresa	EV/EBITDA	Crecimiento de ventas	Crecimiento EBITDA	Margen EBITDA	Margen operativo	ROA	ROE
 AT&T	6,81	-9,6%	-21,4%	31,0%	15,4%	5,1%	7,6%
 COMCAST	8,40	2,7%	-6,0%	31,3%	19,4%	8,2%	16,7%
 Six Flags	9,60	-2,2%	-4,1%	33,8%	25,2%	12,8%	-253,8%
 Paramount	10,19	2,0%	-14,0%	8,6%	7,3%	3,8%	4,7%
 NETFLIX	10,92	11,9%	14,1%	64,3%	64,3%	41,8%	21,6%
Promedio	9,18	1,0%	-6,3%	33,8%	26,3%	14,4%	-40,6%
 The Walt Disney Company	8-10X	6,8%	-4,6%	16,6%	8,1%	1,6%	7,1%

Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance y reportes anuales de las compañías

El ratio elegido para la valuación es el de EV con respecto a EBITDA, dado que permite comparar este tipo de compañías con actividades en diferentes segmentos.

Disney presenta un margen operativo por debajo del promedio, siendo solo superior al margen de Paramount. Desde el punto de vista del ROA presenta también un

rendimiento menor al promedio, siendo el más bajo de la industria. En cuanto al ROE, tiene bastante variación, y Disney se encuentra en una posición intermedia, muy cercano al rendimiento de Comcast.

Teniendo en cuenta esta comparabilidad, a Disney le corresponde un número por cercano al promedio pero no muy alejado de AT&T, Comcast y Six Flags, que son compañías ya establecidas en el margen con gran trayectoria al igual que Disney. Paramount acaba de atravesar procesos de adquisiciones y fusiones, por lo que está todavía atravesando el proceso de reorganización. En cuanto a Netflix, es una empresa joven que solo tiene el negocio de plataformas.

Por lo tanto, se define que el múltiplo EV/EBITDA para Disney se debe ubicar entre 8 y 10 aproximadamente.

Dado que el EBITDA a 2022 todavía no refleja las mejoras esperadas en el negocio de plataformas, para tener una mejor aproximación al valor se realiza el cálculo del múltiplo considerando el EBITDA proyectado a 2024:

Tabla 22 - Calculo del valor por acción a partir de múltiplos con EBITDA proyectado

EV/EBITDA	8	9	10
EBITDA 2024 (proyectado)	24.570	24.570	24.570
Valor de la firma (en millones de USD)	196.562	221.133	245.703
más Efectivo y equivalentes de efectivo	11.615	11.615	11.615
menos Deuda	(48.369)	(48.369)	(48.369)
Valor del equity (en millones de USD)	159.808	184.379	208.949
Cantidad de acciones en circulación	1.823.591.988		
Valor por acción (en USD)	87,63	101,11	114,58

Elaboración propia

Los resultados obtenidos son más cercanos a los obtenidos por el descuento de flujo de fondos proyectados, aunque siguen siendo más bajos. El múltiplo 10 es el más cercano a la valuación obtenida como escenario pesimista.

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar cómo se comporta la variable ante cambios en los múltiplos o en el valor que podría tomar el EBITDA

Tabla 23 - Análisis de sensibilidad del valor accionario de Disney

En millones de USD

EBITDA	EV/EBITDA				
	7	8	9	10	11
22.113	118.039	140.152	162.265	184.379	206.492
23.342	126.638	149.980	173.322	196.664	220.006
24.570	135.238	159.808	184.379	208.949	233.519
25.799	143.838	169.636	195.435	221.234	247.033
27.027	152.437	179.465	206.492	233.519	260.547

Elaboración propia

Tabla 24 - Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Disney

En USD

EBITDA	EV/EBITDA				
	7	8	9	10	11
22.113	64,73	76,85	88,98	101,11	113,23
23.342	69,44	82,24	95,04	107,84	120,64
24.570	74,16	87,63	101,11	114,58	128,05
25.799	78,88	93,02	107,17	121,32	135,47
27.027	83,59	98,41	113,23	128,05	142,88

Elaboración propia

7. Conclusiones

Del análisis realizado se concluye que el valor de la acción de Disney es de USD 127,16 según el método de flujo de fondos descontados y de USD 101,11 considerando el múltiplo de EV/EBITDA. Al mismo tiempo, el valor de la acción en el mercado al 30 de septiembre de 2022 era de USD 94,33. También se debe considerar que durante el período bajo análisis los mercados de acciones se muestran a la baja afectados por diferentes factores externos, como subas de tasas de interés y el conflicto bélico en Ucrania.

También se debe mencionar que en general el mercado ha demostrado exigencia con las compañías tecnológicas, esperando rendimientos superiores a los mostrados en los últimos balances, que no van de la mano con el grado de desarrollo de Disney en su segmento de plataformas digitales, que fue lanzado en el año 2019.

Sin embargo, se debe destacar que Disney ha mostrado resiliencia a los efectos de la pandemia, así como capacidad de adaptación a los diferentes cambios y demandas del mercado.

La compañía ha sabido mantener y recuperar el desempeño de su segmento de parques, convirtiéndose en el segmento que mejores márgenes ha obtenido en el año 2022. Y que, en tanto la compañía mantenga sus planes de inversión, tiene todavía un amplio potencial de crecimiento. Al mismo tiempo, la compañía se ha convertido en poco tiempo en un competidor importante del segmento de plataformas digitales. En la medida que pueda ajustar los costos de este segmento en el corto plazo logrará capitalizar su presencia de mercado y tendrá una línea de negocio rentable clave para su crecimiento futuro. En cuanto a los estudios de cine, en la medida que los estrenos sean bien recibidos por el público pueden generar ingresos adicionales a los esperados y mejorar el desempeño de este segmento.

8. Bibliografía

8.1. Bibliografía académica

- Brealey, Myers, & Allen. (2016). Principles of Corporate Finance. En Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance (12^{va} edición). McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance. (4^{ta} edición). John Wiley & Sons.
- McKinsey & Co. (2010). Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies (5^{ta} edición). John Wiley & Sons.
- Stephen A. Ross, Jeffrey F. Jaffe, Randolph W. Westerfield (2015) Corporate Finance (11^{va} edición). McGraw-Hill.

8.2. Informes y reportes

- Deloitte (2023) *Digital media trends survey, 13th edition*. Obtenido de <https://www2.deloitte.com/>
- Deloitte (2020). *The impact of the COVID-19 pandemic on the travel and hospitality industries*. Obtenido de <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/consumer/articles/airlines-and-hospitality-the-values-of-loyalty-in-a-crisis.html>
- Deloitte (2023). *US Travel and Hospitality Outlook*. Obtenido de <https://www2.deloitte.com/>
- FMI (Octubre 2023) *World Economic Outlook* <https://www.imf.org/external/datamapper/LP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>
- Mckinsey & Company (10-Jul-2020). *Hospitality and COVID-19: How long until ‘no vacancy’ for US hotels?* Obtenido de <https://www.mckinsey.com/industries/travel-logistics-and-infrastructure/our-insights/hospitality-and-covid-19-how-long-until-no-vacancy-for-us-hotels>
- PWC (2023). *Entertainment & Media Outlook 2023-2027*. Obtenido de <https://www.pwc.com/us/en/industries/tmt/library/global-entertainment-media-outlook.html>
- Statista (2023). *Amusement and theme parks in the U.S.* Obtenido de <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/132144/amusement-and-theme-parks-in-the-us/>
- The Walt Disney Company (2018). *Reportes anuales 2018-2022*.

- The Walt Disney Company (2022-2023). *Transcripción de la reunión anual de accionistas de 2022 y de presentaciones de resultados trimestrales de 2023.*
- Themed Entertainment Association (2023) *Global Attractions Attendance Report.* Obtenido de <https://www.teaconnect.org/>

8.3. Sitios web

- Base de datos Statista (Octubre 2023) <https://es.statista.com/outlook/dmo/digital-media/video-on-demand/video-streaming-svod/worldwide?currency=USD>
- Base de datos Statista (Octubre 2023) <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/topics/977/television/#topicOverview>
- Base de datos Statista (Octubre 2023) <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/dmo/eservices/event-tickets/cinema-tickets/worldwide>
- Börse Frankfurt (Octubre 2023) <https://www.boerse-frankfurt.de/>
- FRED (Octubre 2023) <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
- The Walt Disney Company <https://thewaltdisneycompany.com/investor-relations/>
- Yahoo Finance (Octubre 2023) <https://finance.yahoo.com/>

Anexo A – Flujo de fondos – Escenario base

en millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas totales	54.783	62.179	65.083	68.310	84.755	90.059	95.901	102.337	109.431	117.253
Costo de servicios, productos y gastos generales y administrativos	(40.398)	(48.293)	(57.857)	(61.472)	(73.793)	(74.851)	(77.371)	(81.202)	(85.243)	(89.493)
EBIT	14.385	13.886	7.226	6.838	10.962	15.208	18.529	21.135	24.187	27.760
EBIT*T	(4.316)	(4.166)	(2.168)	(2.051)	(3.289)	(4.562)	(5.559)	(6.340)	(7.256)	(8.328)
Depreciaciones y amortizaciones	3.011	4.160	5.345	5.111	5.163	5.548	5.893	6.267	6.675	7.117
Inversiones de capital	(4.465)	(4.876)	(4.022)	(3.578)	(4.943)	(5.573)	(5.935)	(6.333)	(6.772)	(7.256)
Variación de Capital de trabajo	1.517	752	(2.798)	1.879	1.878	7.620	189	134	147	162
FCFF	10.133	9.756	3.583	8.199	9.771	18.241	13.117	14.863	16.981	19.456
Perpetuidad										338.359
Valor actual de los flujos de fondos						16.770	11.087	11.550	12.132	12.779
Valor actual de la perpetuidad										204.326
Flujos de fondos descontados						16.770	11.087	11.550	12.132	217.105
Valor de la firma	268.644									
Efectivo y equivalentes de efectivo	11.615									
Deuda corriente	(3.070)									
Deuda no corriente	(45.299)									
Valor del equity (en millones de USD)	231.890									
Cantidad de acciones	1.823.591.988									
Valor por accion (en dólares)	127,16									

Universidad de
San Andrés

Anexo B – Flujo de fondos – Escenario pesimista

en millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas totales	54.783	62.179	65.083	68.310	84.755	87.256	89.869	92.599	95.451	98.432
Costo de servicios, productos y gastos generales y administrativos	(40.398)	(48.293)	(57.857)	(61.472)	(73.793)	(72.312)	(72.215)	(73.124)	(74.010)	(74.868)
EBIT	14.385	13.886	7.226	6.838	10.962	14.944	17.654	19.474	21.441	23.564
EBIT*T	(4.316)	(4.166)	(2.168)	(2.051)	(3.289)	(4.483)	(5.296)	(5.842)	(6.432)	(7.069)
Depreciaciones y amortizaciones	3.011	4.160	5.345	5.111	5.163	5.548	5.893	6.267	6.675	7.117
Inversiones de capital	(4.465)	(4.876)	(4.022)	(3.578)	(4.943)	(5.573)	(5.935)	(6.333)	(6.772)	(7.256)
Variación de Capital de trabajo	1.517	752	(2.798)	1.879	1.878	7.620	189	134	147	162
FCFF	10.133	9.756	3.583	8.199	9.771	18.056	12.504	13.700	15.059	16.518
Perpetuidad										287.274
Valor actual de los flujos de fondos						16.600	10.569	10.646	10.758	10.850
Valor actual de la perpetuidad										173.477
Flujos de fondos descontados						16.600	10.569	10.646	10.758	184.327
Valor de la firma	232.901									
Efectivo y equivalentes de efectivo	11.615									
Deuda corriente	(3.070)									
Deuda no corriente	(45.299)									
Valor del equity (en millones de dólares)	196.147									
Cantidad de acciones	1.823.591.988									
Valor por acción (en dólares)	107,56									

Anexo C – Flujo de fondos – Escenario optimista

en millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas totales	54.783	62.179	65.083	68.310	84.755	91.489	99.168	107.942	117.988	129.513
Costo de servicios, productos y gastos generales y administrativos	(40.398)	(48.293)	(57.857)	(61.472)	(73.793)	(76.343)	(80.482)	(84.630)	(90.619)	(99.385)
EBIT	14.385	13.886	7.226	6.838	10.962	15.147	18.687	23.312	27.369	30.128
EBIT*T	(4.316)	(4.166)	(2.168)	(2.051)	(3.289)	(4.544)	(5.606)	(6.994)	(8.211)	(9.038)
Depreciaciones y amortizaciones	3.011	4.160	5.345	5.111	5.163	5.548	5.893	6.267	6.675	7.117
Inversiones de capital	(4.465)	(4.876)	(4.022)	(3.578)	(4.943)	(5.573)	(5.935)	(6.333)	(6.772)	(7.256)
Variación de Capital de trabajo	1.517	752	(2.798)	1.879	1.878	7.620	189	134	147	162
FCFF	10.133	9.756	3.583	8.199	9.771	18.198	13.227	16.386	19.208	21.113
Perpetuidad										367.180
Valor actual de los flujos de fondos						16.730	11.180	12.734	13.723	13.868
Valor actual de la perpetuidad										221.730
Flujos de fondos descontados						16.730	11.180	12.734	13.723	235.598
Valor de la firma	289.965									
Efectivo y equivalentes de efectivo	11.615									
Deuda corriente	(3.070)									
Deuda no corriente	(45.299)									
Valor del equity (en millones de dólares)	253.211									
Cantidad de acciones	1.823.591.988									
Valor por acción (en dólares)	138,85									