

Por qué Invertimos en Disney

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión presentada por Francisco Olivera, es obtenida de la carta del primer trimestre 2018 de Arevilo Capital Management, con sede en San Juan, Puerto Rico.

* * *

Iniciamos una inversión en **Disney [DIS]**, que complementa la inversión de **Twenty-First Century Fox [FOX]** ("21CF") iniciada durante el último trimestre. Como se describió en nuestra carta anterior, Disney está adquiriendo la mayoría de los activos de 21CF y los accionistas de 21CF recibirán acciones de Disney y del "Nuevo Fox" cuando se cierre el trato. Decidimos incrementar nuestra exposición a Disney a medida que el precio de las acciones se volvió más atractivo y confiamos más en las oportunidades empresariales a largo plazo de Disney.

Disney tiene cuatro (4) segmentos de negocios¹: *Media Networks*, como ABC, ESPN y Disney Channel; *Studio Entertainment*, que incluye Disney Animation, Disney Studios, Pixar, Marvel Studios y Lucasfilm; *Parks and Resorts*, como Disneyland y Disney World; y *Consumer Products & Interactive Media*, la división de licencias para mercancías y juegos.

El corazón de Disney

El negocio del estudio de entretenimiento es el corazón de Disney y crea un impulso en la mayoría de los segmentos de negocios de la compañía. Los estudios de Disney producen películas y programas de TV de alta calidad, muchos de los cuales se convierten en valiosas franquicias. Además de generar ventas en taquilla, compras de video físico y digital y tarifas de licencia de video, estas franquicias también generan demanda de productos de consumo y pueden aprovecharse en todos los parques temáticos y centros turísticos de la empresa.

Como ejemplo, la animación de Disney, *Frozen*, una película de 2013, generó casi US\$1.3 mil millones en taquilla a nivel mundial, una película muy exitosa financieramente (sin mencionar también cientos de millones de dólares en ventas de videos caseros). Para cualquier otro estudio, *Frozen* sería un gran éxito (y lo fue para Disney), pero solo Disney, con su escala, activos de entretenimiento, y su pericia en mercadotecnia, fue capaz de monetizar aún más la película. El segmento de *Consumer Products & Interactive Media* dio licencia de contenido de *Frozen* para muñecas, juguetes, ropa y otros productos, proporcionando altos márgenes de ganancia para la empresa (únicamente las muñecas de *Frozen* según se reportó, superaron los US\$500 millones). Disney también ha incorporado el contenido de *Frozen* en sus parques temáticos y recientemente lanzó un espectáculo de *Frozen* en Broadway. Se espera que la secuela de *Frozen* sea lanzada el próximo año.

Disney lleva a cabo esta estrategia de forma continua: aprovecha sus capacidades de creación de contenido de alta calidad con su escala, activos de entretenimiento (incluidos *Park and Resorts*) y pericia en mercadotecnia para monetizar contenido a un nivel inigualable. Otros ejemplos de las franquicias de Disney incluyen: *Toy Story* de Pixar, una nueva "Tierra de Toy Story" en Disney World se abrirá este verano y Disney lanzará una cuarta película el próximo año; *Pantera Negra*, de Marvel, que ha generado más de US\$1.3 mil millones en ventas en taquilla mundial este año (a finales de febrero, la fila para "conocer" a *Pantera Negra* en Disneyland fue de una hora de duración); y las películas de *Star Wars* de Lucasfilm, una "tierra" temática de *Star Wars* y un hotel se abrirán en Disney World el próximo año. Los segmentos de estudio, parques y productos de consumo de Disney continúan sobresaliendo a pesar del cambiante panorama de los medios.

Preocupaciones en el segmento de *Media Networks*

Las preocupaciones sobre el valor de Disney como compañía han crecido en los últimos años a medida que los nuevos creadores y distribuidores de contenido basados en Internet (principalmente **Netflix [NFLX]**, **Amazon [AMZN]**, Hulu y YouTube) han cambiado el comportamiento del consumidor y han interrumpido el paquete de contenido de la TV de paga, el principal generador de ganancias para la división más grande de Disney, *Media Networks*. Es probable que continúe una disminución en los hogares estadounidenses con TV de paga, ya que es más fácil y barato acceder al contenido de calidad en Netflix (y otros servicios de *streaming*), en comparación con los paquetes tradicionales de cable con más de cien canales. Esto no significa que las cadenas de medios de Disney (la mayor y más importante sea ESPN) están condenadas a la extinción.

De acuerdo al director financiero de 21CF, 83 de los 100 mejores programas de TV2 en 2017 fueron deportes o noticias. En 2007, 90 de los 100 mejores programas fueron programas guionados, como *Lost* y *Dos Hombres y Medio*. Los hábitos de los consumidores han cambiado drásticamente. Los consumidores prefieren ver contenido en vivo al sintonizar la televisión lineal y recurrir a las aplicaciones de *streaming* para ver sus programas de TV y películas favoritas según su propio horario. Disney sabe que estas tendencias continuarán acelerándose y comenzó a implementar una doble estrategia: 1) Mantener el lugar de ESPN en el paquete de cable, como el principal destino para los deportes en vivo; y 2) cambiar la mayoría de sus programas guionados a un nuevo producto de transmisión directa de Disney al consumidor que se presentará el próximo año.

ESPN

El paquete tradicional de cable sigue siendo el mejor mecanismo para distribuir los derechos de contenido de deportes en vivo de ESPN. Los deportes en vivo son muy caros y, por lo tanto, ESPN debe distribuirse lo más ampliamente posible. Los anuncios televisivos de eventos deportivos son los más valiosos debido a la naturaleza del contenido en vivo, y la transmisión deportiva por cable tiene menos problemas técnicos en relación con la transmisión en línea en vivo. Dado que la programación más vista en TV es en vivo y la cartera más valiosa de deportes en vivo tiene licencia de ESPN3, esperamos que la capacidad de ESPN de extraer valor del paquete de cable continúe.

Reconociendo el declive de en los hogares estadounidenses con TV de paga, ESPN lanzó un nuevo servicio de *streaming* en directo al consumidor llamado "ESPN+". El enfoque de ESPN+ está en deportes de nicho, juegos diarios de la MLB y NHL, y la programación original de ESPN, incluida la galardonada serie de documentales *30 for 30*. Esperamos que ESPN adquiera más derechos deportivos significativos para ESPN+ en los próximos años, lo que podría servir como una cobertura para el riesgo del paquete de cable de ESPN. Desde nuestro punto de vista, los riesgos para el modelo de negocio a largo plazo de ESPN son enormemente exagerados.

Segmento *Direct-to-Consumer*

El negocio de estudios de Disney se construyó en cines a través de la venta de boletos, minoristas que venden películas caseras y otras empresas de medios que otorgan licencias a la biblioteca de contenido de Disney. Estos terceros marcan considerablemente los productos de Disney y no proporcionan a Disney datos significativos sobre sus clientes. Disney no sabe quién vio *Frozen* en los cines, o quién compró *Frozen* en *Blu Ray* para verlo en casa. Para posicionar a Disney para el futuro, la compañía ha anunciado un servicio de *streaming* directo al consumidor con la marca de Disney, que se lanzará el próximo año. Disney dejará de otorgar licencias de su contenido a Netflix (y otros proveedores de *streaming*) y se irá con todo en su nuevo servicio.

Creemos que el objetivo más grande del servicio de *streaming* de Disney será crear para los consumidores una experiencia Disney sostenida. Con el nuevo servicio, Disney sabrá qué películas y programas de TV ven los consumidores y en consecuencia podrá ajustar su gasto de contenido. Eventualmente el servicio podrá ofrecer ofertas exclusivas para productos de Disney, descuentos en parques temáticos, descuentos en líneas de cruceros, y/o boletos exclusivos para Disney Broadway. Cambiar la monetización de contenido principalmente de flujos de ingresos provenientes de terceros (boletos de taquilla individuales y compras de películas caseras) a un modelo de suscripción creará un enorme valor para Disney a largo plazo. ¡Poseer el contenido familiar más valiosos del mundo tiene sus ventajas!

La Transacción de Twenty-First Century Fox

La descripción anterior no incluye los activos que Disney está adquiriendo de 21CF, pero vale la pena comentarlos, dado el tamaño de la transacción. Creemos que la adquisición de 21CF mejora materialmente a largo plazo las oportunidades de Disney. En el lado de *Media Networks*, Disney agregará una gran cartera de cadenas deportivas regionales [Regional Sports Network, o RSN] que combinan bien con ESPN y podrían proporcionar contenido valioso para ESPN+. Disney también adquirirá FX Networks y National Geographic Channel [NatGeo]. Ambos canales poseen contenido digno de mención que Disney podrá monetizar a través de sus propios servicios de *streaming*, incluyendo Hulu.

El acuerdo con 21FC aumentará la propiedad de Disney en Hulu a una participación controladora del 60%. Disney podrá suministrar a Hulu contenido de calidad orientado a adultos que no encaja bien con el servicio de *streaming* bajo la marca de Disney. Con más de 20 millones de suscriptores, Hulu es una fuerza creciente en el *streaming* de contenido y encajará perfectamente con Disney.

Los estudios Twentieth Century Fox Film y Television agregan a Disney un enorme contenido y capacidades de creación de contenido, incluidas las franquicias de *Avatar*, *X-Men*, *Fantastic Four*, *Deadpool*, y *Planeta de los Simios*. Monetizar franquicias ha sido cómo Disney se ha ganado el pan.

Las franquicias de películas de Marvel de 21CF (*X-Men*, *Fantastic Four* y *Deadpool*) se integrarán perfectamente en Disney, pero la franquicia de *Avatar* también encaja perfectamente⁴. Por último, Disney acordó adquirir el 39% de 21CF en las de televisión internacional **Sky plc [SKY]** y Fox, que proporcionan servicios adicionales directos al consumidor y aumentan la escala internacional de Disney. El crecimiento internacional ha sido uno de los objetivos a largo plazo de Disney; 21CF proporciona los activos perfectos para incrementar la conciencia de contenido de Disney a nivel mundial. Es importante señalar que **Comcast [CMCSA]** está tratando de interrumpir el acuerdo de 21CF y Disney. Comcast anunció una oferta formal para comprar Sky Plc, y actualmente está presentando una mejor oferta que 21CF⁵. El *Wall Street Journal* también informó que Comcast podría estar interesado en pujar públicamente por los activos de 21CF que Disney acordó adquirir. Creemos que Disney aún podrá cerrar su acuerdo con 21CF respecto a Sky plc, sin embargo, si el acuerdo no ocurre, Disney sigue siendo una inversión atractiva.

Valoración

Disney actualmente cotiza a aproximadamente 15x ganancias de los últimos doce meses⁶, un múltiplo muy barato al considerar las futuras oportunidades de crecimiento de Disney y el aumento de las ganancias del acuerdo con 21CF. Disney también se ha comprometido a recomprar US\$10 mil millones de sus propias acciones para cuando cierre el acuerdo con 21CF y US\$10 mil millones adicionales dentro de los siguientes dos años al cierre del acuerdo. Con el precio barato de las acciones al día de hoy, Disney crearía valor adicional al recomprar acciones.

¹ A principios de este año, Disney anunció una reorganización de sus segmentos de negocios para alinear a la empresa con sus oportunidades de crecimiento futuro, como sus servicios de streaming directos al consumidor. Dado que Disney aún no reporta sus estados financieros bajo la nueva reorganización, no discutimos los segmentos reorganizados en esta carta.

² Incluye programas de TV por cable y transmisión.

³ La cartera de deportes en vivo de ESPN incluye: Monday Night Football, de la NFL; programas de la NBA (incluidos los juegos de postemporada y las Finales de la NBA); fútbol americano universitario (incluidos los playoffs); baloncesto universitario, MLB, tenis Grand Slam y Fórmula 1.

⁴ El año pasado, en Animal Kingdom, Disney abrió Pandora: la "tierra" del mundo de Avatar.

⁵ 21CF está en medio de recibir aprobación regulatoria para adquirir el 61% de Sky que no posee. Tras recibir la aprobación regulatoria, se espera que 21CF incremente su oferta por Sky para evitar que Comcast adquiera la empresa.

⁶ LTM = Last Twelve Months (últimos Doce Meses). Ajustamos las ganancias por el impacto de la reforma tributaria.