

VISÃO UBÍQUA[©]

Empresa analisada: *The Walt Disney Company*

DISCLAIMER: Esta análise reflete a visão do autor sobre esta empresa, com base num estudo detalhado da mesma. De modo algum deverá ser encarada como uma recomendação de compra ou venda, ficando à descrição de cada um a utilização da informação aqui veiculada.

Estar informado é o primeiro passo para um investimento eficiente.



Walt Disney é uma empresa por demais conhecida, daí que não sejam necessárias demasiadas introduções. Ainda assim julgo interessante começar por expor a forma como esta se estrutura. Actualmente a empresa divide a sua actividade em 5 áreas de negócio:

1. MEDIA NETWORKS – inclui toda a actividade televisiva, de rádio, publicações e digital. A estação televisiva ABC, bem como os canais desportivos ESPN ou o próprio Disney Channel são os melhores exemplos.
2. PARKS & RESORTS – Disneyland, Disneyland Paris, e todo um conjunto de resorts e até uma linha de cruzeiros fazem parte desta divisão.
3. STUDIO ENTERTAINMENT – talvez a mais visível das suas actividades. O universo de filmes Disney, onde se incluem os estúdios PIXAR, no âmbito da animação, e os mais recentes franchises da Marvel e LucasFilm (Star Wars), constituem o volume de negócios principal desta divisão, além, obviamente, dos icónicos estúdios Walt Disney.
4. CONSUMER PRODUCTS – lojas com a chancela Disney, bem como toda a actividade de licenciamento de produtos, nomeadamente brinquedos.
5. DISNEY INTERACTIVE – a mais recente das cinco divisões. Todas as plataformas digitais, desde apps e websites a jogos de computador, entre outros, estão incluídas nesta divisão.

Uma análise ao gráfico seguinte, relativo ao ano fiscal de 2014, permite retirar algumas conclusões quanto ao peso e taxa de crescimento de cada uma destas divisões nas contas consolidadas da empresa.

(in millions)	2014	2013	2012	% Change Better/(Worse)	
				2014 vs. 2013	2013 vs. 2012
Revenues:					
Media Networks	\$ 21,152	\$ 20,356	\$ 19,436	4%	5 %
Parks and Resorts	15,099	14,087	12,920	7%	9 %
Studio Entertainment	7,278	5,979	5,825	22%	3 %
Consumer Products	3,985	3,555	3,252	12%	9 %
Interactive	1,299	1,064	845	22%	26 %
	<u>\$ 48,813</u>	<u>\$ 45,041</u>	<u>\$ 42,278</u>	8%	7 %
Segment operating income (loss):					
Media Networks	\$ 7,321	\$ 6,818	\$ 6,619	7%	3 %
Parks and Resorts	2,663	2,220	1,902	20%	17 %
Studio Entertainment	1,549	661	722	>100%	(8)%
Consumer Products	1,356	1,112	937	22%	19 %
Interactive	116	(87)	(216)	nm	60 %
	<u>\$ 13,005</u>	<u>\$ 10,724</u>	<u>\$ 9,964</u>	21%	8 %

A primeira conclusão passa por reconhecer o peso predominante da divisão de Media no contexto de receitas da Disney, representando cerca de 43% do total, seguido dos Parks e Resorts com 30%. Ao longo dos últimos anos, este peso tem-se mantido relativamente constante, embora com uma ligeira queda, em face da crescente importância das restantes divisões. Na verdade, tanto a divisão de Studio Entertainment, como a divisão Interactiva, têm vindo a ganhar peso. Aliás, este é um dos pontos que será abordado mais à frente nesta análise, aquando da avaliação.

Para já, apenas mais uma referência específica ao negócio dos Estúdios, e à forma como este tem, e tenderá a crescer. Julgo não ser novidade para muitos que já no final deste ano se espera uma quebra de todos os recorde de bilheteira com a estreia do sétimo filme da saga Star Wars (Dezembro de 2015). Quando em 2012 a Disney adquiriu a Lucasfilm por \$4 Mil Milhões, já seria expectável que a médio prazo as

receitas da empresa comesçassem a espelhar o poder desta máquina de fazer dinheiro. Na realidade, ao longo da última década as decisões que têm vindo a ser tomadas em torno da expansão do portfólio Disney têm resultado em cheio. A Marvel, também ela adquirida pela Disney à cerca de 6 anos, tem constituído uma verdadeira galinha dos ovos de ouro, com filmes como os Vingadores, Iron Man, Captain America, Thor, entre outros, a bater recordes de bilheteira. Aliás, espera-se que ainda neste segundo trimestre, o mais recente filme do universo Marvel (Vingadores 2) possa estabelecer mais um recorde. Mais tarde, ainda este ano, tal deverá ser facilmente batido. Contudo, não se pense que apenas os filmes de superheróis têm constituído um sucesso. Ainda no ano passado, o filme Frozen, tornou-se num dos mais bem-sucedidos filmes de animação de todos os tempos, com repercussões que foram muito além da receita proveniente dos bilhetes vendidos. Também ao nível do merchandising, esta aposta revelou-se um sucesso, sucesso esse que na tradição da Disney, deverá ser colhido, e colhido, e colhido, ano após ano. Toda esta conversa em torno desta divisão serve o propósito de evidenciar a importância da marca e o “hype” crescente em torno desta empresa. Afinal de contas, muitos olham para a Disney como um negócio tradicional, histórico, que inclusivamente distribui dividendos há muitos anos. Seria de esperar que os seus títulos se enquadrassem no universo de *value plays*, não constituindo uma opção de investimento particularmente excitante, mas apenas segura e previsível. Não que a segurança e previsibilidade não sejam desejáveis, mas investir em algo apenas pelo dividendo pode tornar-se um fraco investimento. Ainda para mais se a *yield* for tão baixa quanto a oferecida pela acção Disney. Contudo, e apesar desta distribuição de dividendo, a Disney, e a sua acção, têm demonstrado uma vitalidade notável. A quase quadruplicação de valor nos últimos 4 anos é disso uma evidência.

Estará no entanto a acção demasiado cara? Haverá espaço para novas valorizações?

- AVALIAÇÃO

Como já é hábito nas minhas análises, optei por avaliar a empresa por várias perspectivas, duas de carácter fundamental, seguidas de uma análise técnica e, algo de um pouco diferente no fim...

1. Perspectivas Fundamentais

A primeira análise que faço tem por base o modelo de cash-flows descontados. Devo contudo fazer uma ressalva inicial. Determinar taxas de crescimento é porventura a tarefa mais complexa e sujeita a erros, aquando da aplicação deste tipo de modelos. Saber quais as taxas de crescimento que serão expectáveis no prazo de 1 a 2 anos pode ser algo que por vezes se enquadre melhor na actividade de uma cartomante, do que de um analista. Imagine-se agora fazer previsões a 5 ou 10 anos! Bom, mediante isto, opto por norma por estabelecer balizas de previsão, que embora não me garantam uma total infalibilidade de previsão, permitem ainda assim que possa balizar e comparar melhor uma possibilidade de investimento em face da actual cotação do título.

Posto isto, passemos à avaliação.

Considerando uma taxa inicial de crescimento das receitas de 7%, ligeiramente abaixo do verificado no último ano e um custo ponderado do capital de 9%, chega-se a uma avaliação de **\$78**. Por outro lado, considerando o mesmo custo ponderado do capital e uma taxa de crescimento de 14%, verifica-se que o valor da empresa por acção se cifra em torno dos **\$105**. Ambos os valores estão abaixo da actual cotação (\$110, a esta data), sendo que face à avaliação mais conservadora o *premium* é superior a 40%. Já lá vamos.

Porquê a utilização de 14%, e não qualquer outro valor?

Em primeiro lugar, tal como afirmei anteriormente, torna-se complicado definir um valor concreto que possa ser considerado certo. Certezas só virão com o tempo, e, acertar no Euromilhões ao sábado é sempre mais fácil. A escolha deste valor tem como intuito fornecer um limite superior de taxa de crescimento que permita uma melhor definição do risco de investimento. Se observar a tabela da página 4 notará que embora a taxa de crescimento das receitas tenha sido de 8% em 2014, o comportamento desta ao nível das várias divisões foi distinto. Se bem que a divisão mais proeminente ao nível de peso tenha tido um crescimento baixo, as restantes divisões, particularmente algumas que terão um peso incremental na estrutura de receitas da empresa, têm vindo a crescer a um ritmo bastante elevado.

Duas notas importantes que podem ajudar a explicar o motivo de se considerar que o crescimento deverá ser superior a 8% nos próximos anos. Por um lado, no caso da divisão de Parks & Resorts, o ano de 2016 ficará marcado pela abertura de um novo parque na China, algo que contribuirá ainda mais para o peso e crescimento dos resultados desta divisão. Além disso, no caso das divisões de Studio Entertainment e Consumer Products, as sinergias que assistiremos entre os novos filmes a saga Star Wars e as possibilidades de licenciamento que daí advirão, terão um impacto notório no peso de ambas divisões de negócio. A imagem seguinte elucida o peso tremendo que o merchandising teve ao longo do historial do universo comercial deste universo. Para os que têm filhos (e, em abono da verdade, mesmo para muitos adultos) acho que vão ouvir falar bastante da expressão “BB-8” nos próximos tempos...

Return of the action figures

Earnings from merchandise eclipse box office revenue for the Star Wars franchise. Toys alone have earned 44 percent of the estimated \$27 billion overall revenue.



Source: Statistic Brain



Quanto à avaliação baseada em múltiplos (P/E), optei pela definição de dois cenários distintos.

Um primeiro cenário parte do pressuposto que o EPS crescerá cerca de 19%, em linha com a taxa de crescimento dos últimos 3 anos. A taxa de crescimento dos resultados é menor quando escolhido um período temporal mais vasto (5/10 anos), contudo, julgo que a taxa actual reflete com mais exatidão a Disney de 2015, uma empresa com algumas diferenças de portfólio assinaláveis face ao que existia há 10 anos. Considerei também uma margem líquida de 15%.

O segundo cenário, olha para a avaliação pela perspectiva do crescimento das receitas, que se considerou de 8%. A margem líquida utilizada foi a mesma.

Projeção	2015		Cenário 8%	
Receitas	57920,13		52718,04	8,00%
Lucro	8688,02	15,00%	7907,706	15,00%
EPS	5,06	19%	4,61	
Cotação	126,50	PER 25	115,14	PER 25

Cenário 1 – Receitas para 2015 em torno dos \$58MM, lucro próximo do \$8.7MM, EPS(2015) \$5.06, com uma cotação correspondente de **\$126.5**.

Cenário 2 (8%) – Receitas de \$52,7MM, lucro próximo dos \$8MM, EPS de \$4.61 e cotação correspondente de **\$115**.

Alguns pontos a reter. Em primeiro lugar, considero o EPS do primeiro cenário muito mais próximo da realidade final. Os resultados relativos ao primeiro semestre do ano fiscal de 2015¹ já foram apresentados, e o EPS deste período cifrou-se em \$2.5. Considerando

¹ Ano fiscal da Disney termina em Setembro e não em Dezembro, como é mais comum.

que as receitas provenientes dos blockbusters de verão não estão ainda refletidas nos resultados, bem como o melhor período sazonal ao nível da divisão de Parks & Resorts, julgo não ser descabido pensar que o valor de \$5.06 será atingido (se não mesmo ultrapassado).

Em segundo lugar, considere um múltiplo de 25X, algo em linha com o P/E actual da Disney. Bem sei que é um múltiplo acima do valor da indústria, contudo face ao anteriormente explanado, face às perspectivas positivas que se avizinham, julgo que tal *premium* é inteiramente justificado.

2) Perspectiva Técnica



A acção Disney registou uma valorização superior a 35% ao longo do último ano. Tem cotado numa espécie de canal ascendente, tendo vindo a constituir a média móvel de 50 dias um bom ponto de entrada neste período. Algo que me parece evidente nos últimos dois meses é a formação de uma divergência negativa (*bearish*), em que a novos máximos tem vindo associado um indicador de força relativa (RSI) em queda. Pela minha experiência, não raras vezes esta situação antecipa uma queda de preço. Queda até que valor?

O primeiro suporte parece ser a MM50, em torno do \$106. Repare que foram desenhadas duas linhas horizontais, correspondentes aos valores por acção calculados de acordo com o modelo DCF (\$78 e \$105). O valor 105, que além do mais cruza com o limite inferior do canal ascendente é particularmente interessante, podendo ser considerado como um bom ponto de entrada em caso de queda. Caso a queda persista, uma ida aos \$95, que coincide com o fecho do gap e com os máximos do início do ano, deverá ser expectável. Coloquei ainda uma terceira linha horizontal (a verde) na zona dos \$115, valor considerado num dos cenários de avaliação utilizando o múltiplo.

Pessoalmente considero interessante um gráfico, que além de mostrar o carácter mais técnico de uma accção, me possa conferir também uma perspectiva dessa AT face aos valores encontrados na análise fundamental. Não é muito comum, mas julgo que deveria ser.

CONCLUSÃO

Considero a Disney uma empresa sólida, mas não aborrecida. Embora tradicional, histórica e distribuidora de dividendos (\$1.15 em 2014), tem um negócio vigoroso, interessante, com forte potencial e com impacto global. Se houvesse uma denominação para uma empresa a meio caminho entre uma *value play* e um *growth stock*, julgo que se aplicaria bem aqui.

Riscos? Certamente que os tem. Por um lado, nunca é fácil prever o comportamento das massas, nomeadamente no que aos gostos cinematográficos diz respeito. Além disso, enquanto empresa global, fica particularmente exposta ao risco cambial. A valorização do dólar terá sempre um impacto negativo nas suas contas internacionais, devendo o investidor estar atento a estas variações.

Ainda assim considero que as perspectivas positivas se sobreporão a estes riscos, não só ao nível do portfólio de filmes, como ao crescente peso das divisões de produtos de consumo e interactiva.

CONTACTOS :

WWW.FACEBOOK.COM/BIOINVESTIDOR

PAFFIUS@GMAIL.COM



Como investir em empresas biofarmacêuticas?

Descobre como através do novo livro “O Bioinvestidor”.

Apenas €11 (portes incluídos).

CONTACTA-ME.