

Walt Disney

Vores vurdering af Walt Disney:

- Yder et attraktivt langsigtet afkastpotentiale på 88% i forhold til den nuværende aktiekurs
- Stærke brands som er med til at beskytte virksomhedens nuværende- og langsigtede indtjening
- En dygtig ledelse, som har foretaget vigtige investeringer i den organiske forretning samt foretaget stærke virksomhedsopkøb
- En stærk studio pipeline som vil være positivt for både kategorien *Studio Entertainment* og *Consumer Products & Interactive Media* gennem et forventeligt højere merchandisesalg
- *Parks & Resort* har haft en stærk udvikling, og det forventer ledelsen vil fortsætte. Her bliver det spændende at følge den nye park i Shanghai, de nye Star Wars lande som forventes at åbne i 2019 samt de langsigtede investeringer i parken i Paris
- Det vil være positivt for både indtjening og aktiekurs, hvis ledelsen lykkedes med at vende den kedelige trend i sportskanalen ESPN. Ledelsen er selv meget optimistisk omkring kanalens fremtid

Der findes få selskaber i verden med lige så stærke og nostalgiske brands som Walt Disneys. De stærke brands er da også medvirkende årsag til, at virksomheden år efter år er at finde helt i toppen af listen over *verdens stærkeste brands* - og faktisk var Disney nr. 1 på listen i 2016, i høj grad takket været kæmpe succesen Star Wars: *The Force Awakens*. Stærke brands falder godt i tråd med vores langsigtede investeringsstrategi, fordi stærke brands giver en virksomhed vedvarende konkurrencemæssige fordele, som er vigtige i forhold til at beskytte virksomhedens nuværende- og langsigtede indtjening. Siden vi købte de første aktier tilbage i efteråret 2010 har Disney haft en meget positiv udvikling og for sjette år i træk blev der i forbindelse med årsregnskabet i november (2016) præsenteret rekordresultater. Siden vores køb, er omsætningen vokset med i gennemsnit 7% om året, indtjeningen pr. aktie er i gennemsnit steget med ca. 19% om året og de høje frie pengestrømme har gjort det muligt at udbetale mere end 10 mia. dollars i udbytter i perioden samt købe egne aktier tilbage for mere end 32 mia. dollars - hvilket alt sammen har

Om denne publikation:

Når vi vælger selskaber til porteføljen skal de altid både bestå en kvantitativ analyse og en kvalitativ analyse - og selskabet skal samtidig passe ind i den samlede portefølje. Den kvantitative analyse tager afsæt i fakta fra selskabets seneste regnskab og sikrer blandt andet, at vi altid kun investerer i selskaber med stabil indtjening og lav gæld og hvor aktiekursen samtidig er væsentligt lavere end vores beregnede fair værdi. Denne publikation handler om den anden del af vores investeringsproces, nemlig den efterfølgende grundige fundamentale analyse af selskabet. Formålet med at offentliggøre analysen er, at give vores kunder og andre interesserede mulighed for at forstå, hvorfor vi synes selskabet er en god langsigtet investering - primært vurderet ud fra de kvalitative forhold.

Walt Disney er verdens største media- og underholdningsselskab

Hovedsæde:

Burbank, Californien i USA

Antal medarbejdere (2016):

Ca. 195.000

Årlig omsætning (2016):

55.632 mio. dollars

Årlig driftsindtjening (2016):

16.682 mio. dollars

Udbytte (seneste 12 mdr.):

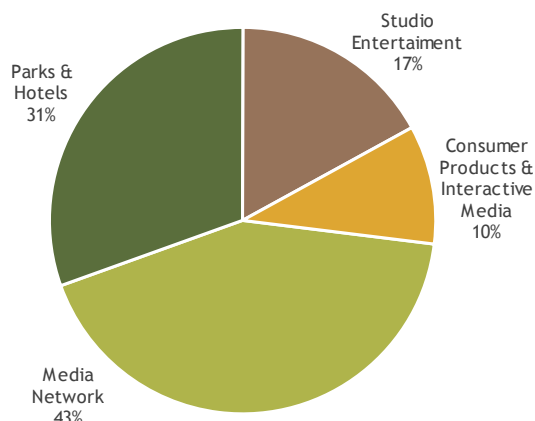
1,45%

Forventninger til 2017:

Forventer en 'beskeden' vækst i indtjeningen pr. aktie

begunstiget vores kunders afkast i hhv. *Stonehenge Globale Valueaktier* og *Stonehenge Value Mix*. Udover de meget stærke brands, skal den gode udvikling i resultaterne tilskrives en dygtig ledelse, som har foretaget vigtige investeringer i den organiske forretning samtidig med at de har foretaget nogle stærke virksomhedsopkøb - herunder Lucasfilm i 2012, som gav Disney rettighederne til Star Wars universet.

Figur 1: Omsætningsfordeling pr. kategori (2016)



Kilde: Bloomberg

Helt overordnet er virksomheden delt ind i fire forretningsområder, hvor Media Networks (ESPN, ABC, Disney Channels, mv.) med en omsætningsandel på 43% er det største forretningsområde, Parks & Resorts (forlystelsesparker, hoteller, mv.) med en omsætningsandel på 31% er det næststørste forretningsområde, mens de resterende to forretningsområder Studio Entertainment (Walt Disney Pictures, Pixar, Marvel, Lucasfilm, mv.) og Consumer Products & Interactive Media (tilbyder licenser til at anvende varemærker og figurer på fysiske produkter samt digitalt i computerspil, apps, mv.) i 2016 udgjorde hhv. 17% og 10% af omsætningen. Alle forretningsområder har i den seksårige periode fra 2010 til 2016 bidraget positivt til den stærke udvikling, men særligt Studio Entertainment har efter opkøbene af hhv. Pixar (Toy Story, Cars, Finding Nemo mv.) i 2006, Marvel (Spider-Man, Captain America, Guardians of the Galaxy, mv.) i 2009 og Lucasfilm (Star Wars) i 2012, haft en forrygende udvikling, og har således formået at øge omsætningen med 50%, mens driftsindtjeningen i perioden er steget hele 290%. Derudover har også Parks & Resorts haft en stærk udvikling og har i perioden formået at øge omsætningen med ca. 60% og øge driftsindtjeningen med omkring 150%. Disneys største forretningsområde Media Networks har også haft en positiv udvikling, men særligt sportskanalen ESPN har gennem flere år været ramt af et faldende antal abonnenter, hvilket blandt andet var medvirkende årsag til at Media Networks i 2016 oplevede det første fald i driftsindtjeningen siden 2002 (ca. -0,5%).

» Beskedne forventninger til indeværende år

Set i forhold til de stærke resultater i de seneste seks år, må man sige, at ledelsens forventninger til indeværende år om en 'beskeden' indtjeningsvækst falder uden for trenden. Der er dog helt naturlige forklaringer på denne udmelding, og en stor del kan forklares ved, at 2016 er et svært sammenligningsgrundlag. 2016 var nemlig et enestående år for flere forretningsområder, herunder Studio Entertainment, hvor hele fire film - Star Wars: The Force Awakens, Captain America: Civil War,

Finding Dory og Zootopia - brød den magiske grænse på 1 mia. dollars i billetindtægter, mens Jungle Book med bruttoindtægter på 966 mio. dollars kom meget tæt på. Faktisk inkasserede The Force Awakens over 2 mia. dollars i bruttoindtægter, hvilket gør filmen til den tredje mest indbringende film nogensinde - kun overgået af Titanic og Avatar. Så til trods for, at ledelsen er meget begejstret for deres studio pipeline for indeværende år, som blandt andet tæller Rogue One, Beauty and The Beast, Guardians of the Galaxy Vol.2, Pirates of the Caribbean: Salazar's Revenge og Cars 3, er 2016 et svært sammenligningsgrundlag fordi der i år kun er planlagt syv film mod tolv film i 2016. Forretningsområdet Consumer products & Interactive Media kommer ligeledes til at lide under et svært sammenligningsgrundlag, da blandt andet merchandisesalget for hhv. Star Wars og Frozen var meget stærk i 2016, og ser vi på det første halvår af 2017 er omsætningen og driftsindtjeningen i kategorien også helt som ventet faldet med hhv. 18% og 17%. Ledelsen forventer dog stadig vækst i kategorien i år - drevet af blandt andet Cars 3 og Spider-Man i andet halvår. Derudover vil den nye NBA-kontrakt øge dette års programomkostninger i Cable-divisionen med 600 mio. dollars, hvor den største effekt vil komme i årets tredje kvartal.

» Højere og mere robust vækst fra 2018

Når det er sagt, forventer ledelsen dog allerede en højere og mere robust vækst fra 2018 - i høj grad drevet af, at de før nævnte faktorer ikke længere gør sig gældende. Med det første års omkostninger for NBA-sportsrettighederne ude af billedet, vil programomkostningerne i Cable-divisionen blive mere normaliseret i 2018. Derudover vil antallet af film i Studio Entertainment stige til et mere normalt niveau med elleve film i 2018 mod syv film i 2017, og hvor deres pipeline i 2018 samtidig ser stærk ud. I regnskabsåret 2018 er der planlagt hele fire Marvel film (bl.a. Black Panther og Avengers: Infinity War) tre animerede film fra hhv. Pixar og Disney Animation (bl.a. Mulan og The Incredibles 2) samt to nye Star Wars film, hvoraf den ene er den ottende film i rækken, The Last Jedi, mens den anden er en spin-off film med titlen Han Solo. Udover selvfølgelig at være positivt for Studio Entertainment vil den stærke pipeline også være positiv for forretningsområdet Consumer Products & Interactive Media, da salget af merchandiselicenser forventes at stige. Kigger vi lidt længere frem, ser deres studio pipeline også meget spændende ud og tæller i 2019 blandt andet Lion King, Toy Story 4, Frozen 2 samt den niende Star Wars film.

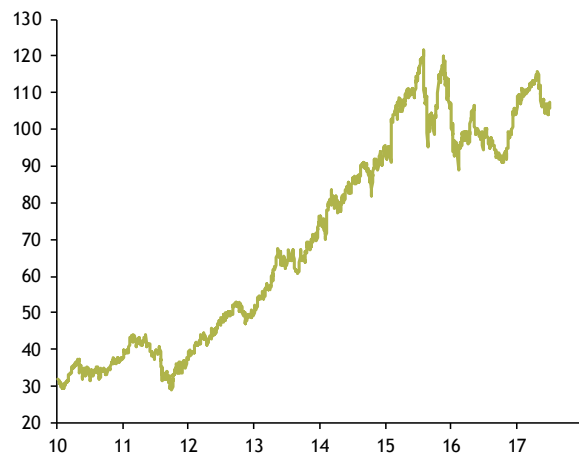


Derudover vil forretningsområdet *Parks & Resorts* bidrage positivt til væksten - både i indeværende år, men også i årene fremover. Der er nemlig i de senere år blevet investeret betragteligt i forretningsområdet, og bare i regnskabsåret 2016 var anlægsinvesteringerne (CAPEX) på 4,2 mia. dollars, hvilket er en stigning på hele 175% siden 2010. En stor del af stigningen skyldes investeringerne i den nye forlystelsespark, som åbnede i Shanghai i juni måned 2016. Åbningen har været en kæmpe succes og resultaterne har tilmed overgået ledelsens mest optimistiske forventninger. I det første år har parken haft mere end 10 mio. besøgende, og ledelsen forventer derfor, at parken allerede efter ét års drift vil være tæt på break-even. Denne udmelding er virkelig stærk og markant anderledes end ved tidligere åbninger, hvor parkerne er åbnet med store driftsunderskud. De gode resultater sker på baggrund af flere faktorer, herunder at gæsterne bliver længere i parken end estimeret samt at omkring to tredjedele allerede kommer uden for Shanghai - i modsætning til ledelsens forventninger om at de besøgende i de første måneder eller år primært ville komme fra området omkring Shanghai. Desuden har antallet af overnatninger på hotellerne været markant højere end forventet - og det har resulteret i, at en udvidelse af hotellerne allerede er i gang. Udover den nye park i Shanghai, bliver der også løbende investeret i deres andre udenlandske forlystelsesparker, herunder *Marvel* og *Frozen* lande i forlystelsesparken i Hong Kong, nye forlystelser baseret på *Finding Nemo* og *Beauty and the Beast* i parken i Tokyo, og et *Toy Story* land i Shanghai. Desuden gjorde ledelsen i forbindelse med andet kvartal opmærksom på, at der er planlagt langsigtede investeringer i parken i Paris.



Selvom de indenlandske parker i USA rent resultatmæssigt også har haft en positiv udvikling, kæmper parkerne med faldende besøgstal, og de gode resultater skyldes derfor, at de besøgende bruger flere penge i parkerne end tidligere. Der er og bliver stadig investeret meget i de amerikanske forlystelsesparker for at få vendt det faldende antal besøgende, og i maj måned i år åbnede det nye Avatar land - *Pandora: The World of Avatar* - i forlystelsesparken i Orlando. Ledelsen forventer, at åbningen vil være på niveau med åbningen af *Cars* landet i 2012, som blandt andet medvirkede til at besøgstallet steg omkring 23%. Derudover er der to Star Wars lande under opbygning i Anaheim og i Orlando, som kommer til at stå færdige i 2019. Star Wars har en betydelig og meget loyal fanbase, og derfor forventer ledelsen da også at de to Star Wars parker bliver en kæmpe succes, som vil udmønte sig i flere besøgende i parkerne.

Figur 2: Kursudvikling eksklusiv udbytter



Kilde: Bloomberg

► Kan digitaliseringen vende den kedelige trend i ESPN?

Walt Disneys største udfordring er sportskanalen ESPN (*NBA, NFL, College Football, College Basketball, mv.*), som gennem de senere år har oplevet fald i antallet af abonnenter samtidig med at produktionsomkostningerne er steget i takt med at nye sportsrettigheder er blevet erhvervet. Faktisk er antallet af abonnenter faldet med omkring 10% siden 2013, hvoraf mere end 2 mio. abonnenter blev tabt i 2016. Årsagen til faldet skyldes flere faktorer, men en stor del skyldes, at forbrugerne er skiftet fra store tv-pakker over til små tv-pakker, hvilket har været negativt for ESPN, eftersom kanalen typisk ikke er inkluderet i de små pakker. En anden faktor er, at forbrugerne har ændret deres forbrugsmønster, og i højere grad vælger at streame deres film og serier, når de vil og hvor de vil, hvilket har været positivt for streamingtjenester såsom *Netflix*, mens det har været negativt for de mere traditionelle kabel-tv udbydere. Live-sport er dog én af de få ting, som man skal se live, og derfor er ESPN mindre sårbar overfor at blive disrupted af de nye streamingtjenester. Af samme grund ser Disney en stigende interesse for ESPN fra de nye digitale tv-udbydere, fordi de har indset at uden en sportskanal som ESPN, bliver det svært at komme ind på markedet. Udviklingen over mod digitale tv-udbydere er derfor en ny mulighed for Disney, som skal hjælpe med at fastholde og på sigt øge antallet af abonnenter. Der er på nuværende tidspunkt lavet aftaler med flere nye udbydere, herunder *DirectTV Now, Youtube TV, Hulu, Playstation Vue* samt *SlingTV*, og strategien er at få en aftale med alle nye digitale udbydere for at komme bredest muligt ud. ESPN har på den korte tid allerede set en *betydelig* vækst i antallet af abonnenter fra de nye aftaler, men væksten har dog endnu ikke været høj nok til at opveje det faldende antal abonnenter fra de traditionelle tv-udbydere. Særligt håber ledelsen, at de nye digitale udbydere i kraft af deres moderne brugerinterfaces, at de er mere mobilvenlige samt at de typisk har lavere priser vil få flere fra den yngre generation (*millennials*) til at abonnere på en tv-pakke, som dermed vil være en god mulighed for ESPN. Kanalen er nemlig inkluderet i basispakken for

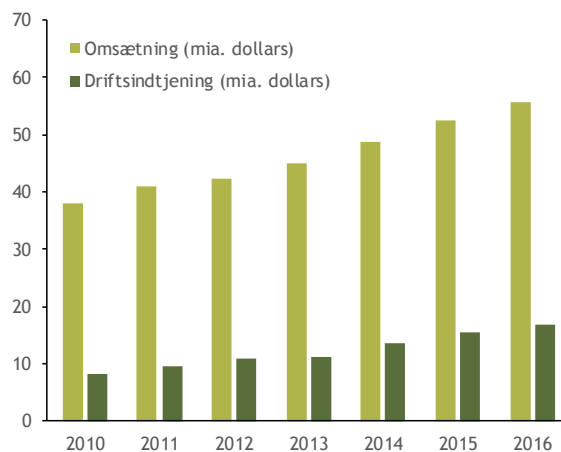
stort alle de nye udbydere (*bortset fra SlingTV*), og dermed får forbrugerne adgang til ESPN selv i den mindste pakke. I denne forbindelse er det vigtigt at nævne ledelsens kommentar om, at indtjeningen pr. abonnement er den samme for de nye udbydere som den er for de traditionelle udbydere, og derfor bør skiftet over mod de digitale services ikke have en negativ effekt på Disneys bundlinje.

Udover de ovenstående aftaler med nye digitale tv-udbydere, bliver Disneys investering i BAMTech (*teknologi og streaming virksomhed*) ligeledes spændende at følge. Med deres investering i BAMTech forsøger Disney nemlig at sende ESPN-branded indhold direkte til forbrugerne uden om de digitale- og traditionelle tv-udbydere. På nuværende tidspunkt er der ikke kommet yderligere detaljer omkring indholdet på platformen, andet end at indholdet i første omgang bliver niche ESPN-branded indhold, som ikke skal konkurrere med den nuværende ESPN kanal som udbydes til kunderne via de traditionelle og digitale tv-udbydere. Den nye platform giver mulighed for at målrette indholdet til den enkelte forbrugers behov og præferencer og ledelsen forventer, at det i høj grad vil bidrage til et højere forbrug. Derudover bliver det nemmere at hente data fra den enkelte brugers forbrug, hvilket blandt andet kan gøre reklamerne mere effektive, og som i sidste ende kan bidrage positivt til reklameindtægterne. Bliver lanceringen en succes, giver platformen et utal af nye muligheder, og ledelsen kan blandt andet overveje at åbne op for at tilføje mere ESPN indhold til platformen eller måske vælge ikke at forlænge den nuværende kontrakt med fx Netflix for i stedet at lancere filmtitler fra Disney, Marvel, Lucasfilm og Pixar via deres egen platform. Da det ESPN-brandede indhold på den nye BAMTech-platform først forventes at blive lanceret i slutningen af indeværende år, samt da aftalerne med de nye digitale tv-udbydere ikke har løbet så længe, vil kun tiden vise om de nye initiativer bliver en succes. Ledelsen er selv meget optimistiske omkring ESPNs fremtid.

» Værdiansættelse

Til trods for, at vi har ejet aktier i Walt Disney siden efteråret 2010 har vi stadig et meget positivt syn på virksomheden. Disney er en veldrevet virksomhed, som til fulde lever op til alle vores krav - herunder, stabil og positiv indtjening, lav gæld i forhold til driftsindtjeningen, en god og troværdig ledelse, en forståelig forretningsmodel samt at Disney lever op til vores etiske krav. Derudover har ledelsen et strategisk fokus på at skabe langsigtet værdi til alle virksomhedens interessenter, hvilket både sker gennem investeringer i den organiske forretning og gennem virksomhedsopkøb, samtidig med at der er et stort fokus på at allokere overskydende kapital tilbage til aktionærerne gennem hhv. udbytter og tilbagekøb af egne aktier. Udover den stærke ledelse, er Disney i kraft af deres stærke og nostalgiske brands, efter vores mening beskyttet af en bred voldgrav, som dermed er med til at beskytte virksomhedens nuværende- og langsigtede indtjening.

Figur 3: Stabil vækst



Kilde: Bloomberg

Samtidig med ovenstående er Disney stadig undervurderet i forhold til vores beregnede fair værdi. Efter vores beregninger bør en aktie i Disney - ud fra den nuværende indtjening sammen med ledelsens forventninger til indeværende år - koste 202 dollars, hvilket i skrivende stund giver et langsigtet potentiale på 88%.

Walt Disney adskiller sig dog fra foreningens kerneselskaber ved at være kategoriseret som et cyklisk selskab. Det betyder, at virksomhedens indtjening i høj grad er afhængig af den makroøkonomiske udvikling, hvor man i de økonomiske lavkonjunkturer typisk vil se en faldende indtjening, fordi forbrugerne i disse perioder vælger at nedprioritere fornøjelser og underholdning - og omvendt i de gode perioder. I kraft af Disneys meget høje eksponering mod de nordamerikanske lande, som i 2016 var på hele 77%, er virksomhedens indtjening meget afhængig af særligt den makroøkonomiske konjunktur i hhv. USA og Canada. I øjeblikket går det godt i økonomien, hvilket er med til at understøtte virksomhedens indtjening, og vi ser på nuværende tidspunkt ikke en recession opstå lige foreløbigt. Vi holder selvfølgelig løbende øje med udviklingen, og vi vil sandsynligvis begynde at sælge ud i tilfælde af at vores forventninger til den amerikanske økonomi ændrer sig i negativ retning. Europa, Asien og Latinamerika udgjorde i 2016 hhv. 12%, 8% og 3% af både omsætning og indtjeningen.

» Konklusion

Vi forbliver positive på investeringscasen. Der er efter vores mening stadig masser af potentiale i aktien - herunder; en stærk studio pipeline som vil være positivt for både kategorien *Studio Entertainment* og kategorien *Consumer Products & Interactive Media*, at ledelsen lykkes med at få vendt den negative udvikling i ESPN, at den positive udvikling i kategorien *Parks & Resorts* fortsætter (og der er her flere interessante tiltag i støbeskeen, særligt den nye park i Shanghai, de langsigtede investeringer i parken i Paris samt Star Wars landene som forventes at stå færdige i 2019). De største risici som kan spolere potentialet er, at

ledelsen ikke får vendt udviklingen i ESPN, at der opstår en amerikansk recession, at én af filmene i *Studio Entertainment* bliver et flop (som vil være negativt både for indtjeningen i *Studio* divisionen samt give lavere merchandisesalg i *Consumer Products & Interactive Media*) og til sidst at et terrorangreb kan ramme kategorien *Parks & Resorts* negativt gennem et faldende antal besøgende.

Mere spekulativt bliver Disney - trods sin størrelse - løbende nævnt som en mulig opkøbskandidat, hvor senest *Verizon* er blevet nævnt som mulig byder. Derudover bliver *Apple*, i kraft af Disneys direktør Bob Igers bestyrelsespost hos *Apple*, også ofte nævnt som potentiel byder. Samtidig går der rygter på, at Disney enten vil købe Netflix eller Twitter for i højere grad at have kontakten direkte med brugerne. Dette er med til at give yderligere up-side til investeringscasen.

Ansvarsfraskrivelse

Denne publikation er udgivet af Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en opfordring til at købe eller sælge det pågældende værdipapir. Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålideligt samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.