

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

M&A nel settore Media: la fusione fra Discovery e WarnerMedia

Prof. Murro Pierluigi

RELATORE

De Pascalis Nicolò, Matr. 242331

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

1. Introduzione alle operazioni di M&A	5
1.1 Le fasi di un'operazione di M&A	10
1.2 Le principali motivazioni che spingono all'M&A	12
1.3 Gli effetti sul mercato azionario	15
1.4 La valutazione di un M&A	16
2. Settore M&E, analisi peculiarità e caratteristiche	19
2.1 I trend del settore	22
3. Le operazioni di M&A nel settore Media	24
3.1 Perché avvengono così frequentemente	25
3.2 Contestualizzazione geografica	26
3.3 Casi storici. Successi e fallimenti	27
3.3.1 Il contesto competitivo oggi.....	33
4. WarnerMedia e Discovery, gli obiettivi della fusione	35
4.1. WarnerMedia	35
4.2. Discovery	38
4.3. Gli obiettivi della fusione	39
5. I dettagli della fusione	45
5.1 Il Morris Trust e il Reverse Morris Trust	45
5.2 Il Reverse Morris Trust fra AT&T e Discovery.....	46
6. Valutazione di WarnerBros Discovery	49
6.1 Valutazione qualitativa.....	49
6.1.1 Il Management	50
6.1.2 Analisi delle principali attività di WarnerBros Discovery	57
6.2 Valutazione quantitativa	60
6.2.1 Metodo dei multipli.....	60
6.2.2 Discounted Cash Flow	65
6.2.3 Conclusioni	67
Bibliografia e sitografia	70

1. Introduzione alle operazioni di M&A

Le complesse dinamiche del mercato e le cangianti abitudini dei consumatori spingono spesso le aziende ad effettuare operazioni diverse dall'ordinaria amministrazione, alla ricerca di nuove opportunità di crescita. Succede in molti settori che il cambiamento tecnologico porti i consumatori ad utilizzare il prodotto più nuovo rispetto a quello più attempato, in questo contesto le aziende non possono fare altro che seguire il cambiamento o provare a dettare un cambiamento che migliori ulteriormente l'innovazione sviluppata dal concorrente.

Le aziende hanno dunque due strade per cercare la crescita: la strada interna e quella esterna. Nel primo caso le aziende sviluppano in proprio il nuovo prodotto o servizio che intendono vendere al pubblico, o come alternativa alla tecnologia proposta da un concorrente o come nuova proposta sul mercato; nel secondo caso invece le aziende, opportunamente supportate da esperti, conducono operazioni di finanza straordinaria volte ad integrare nei propri fattori produttivi le tecnologie di un concorrente o di un player operante nel mercato che si vuole penetrare. Il termine "straordinaria" sta ad indicare la divergenza fra quello che l'azienda è prima e quello che diventa dopo l'operazione stessa; infatti, questa tipologia di operazioni comporta forti variazioni nello Stato Patrimoniale dell'azienda e talvolta anche cambiamenti radicali nella strategia aziendale. Quelle di finanza straordinaria sono operazioni che impattano fortemente sulla vita dell'azienda, potendone praticamente svoltare la condizione, in negativo o in positivo¹. Le operazioni di finanza straordinaria più note sono l'emissione obbligazionaria, l'aumento di capitale e le operazioni di Fusione e Acquisizione (In inglese Merger and Acquisition, M&A)². Le operazioni di M&A sono probabilmente quelle che più impattano sulla natura delle società coinvolte; infatti, talvolta possono comportare scossoni e cambiamenti importanti in ogni ambito della vita aziendale, dalla struttura del capitale fino all'assetto proprietario, passando per la strategia e quindi la posizione competitiva dell'azienda. Il fine delle operazioni di M&A è quello di mettere in comune attività e passività delle aziende coinvolte per poter sfruttare le forze comuni, approfittare delle sinergie e di conseguenza risolvere i problemi presenti.

Nella stragrande maggioranza dei casi, le operazioni di M&A sono svolte sotto l'ala di un

¹ Mocciano Li Destri A. & Picone P.M. "La valutazione delle sinergie nelle operazioni di M&A"

² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/operazione-di-finanza-straordinaria.html>

intermediario finanziario specializzato, spesso corrispondente alla figura della *banca d'investimento*, la quale mette in contatto le parti e in cambio dell'intermediazione riceve una commissione che può essere trasferita tramite manifestazione monetaria o tramite l'acquisizione di capitale di rischio nelle neonate organizzazioni³.

Le operazioni di M&A possono essere di cinque tipi:

- **Orizzontali**, quando le aziende coinvolte operano nella stessa industria o sono competitor diretti
- **Verticali**, quando l'oggetto dell'operazione sono due aziende che operano nella stessa industria ma in due fasi differenti della catena di produzione
- **Estensione di mercato**, se l'azienda acquisita vende lo stesso prodotto ma opera in un mercato diverso da quello dell'azienda acquirente
- **Estensione di prodotto**, nella situazione in cui l'azienda acquisita, nello stesso mercato di quella acquirente, vende prodotti diversi ma correlati a quelli dell'acquirente
- **Conglomerate**, quando rispondono semplicemente ad una logica di diversificazione del business da parte dell'azienda acquirente (detta conglomerato), che acquisisce un'azienda non correlata al proprio business.⁴

Nell'**integrazione orizzontale** l'azienda acquirente ha lo scopo di aumentare il proprio potere di mercato o di sfruttare le economie di scala. Un caso famoso di fusione orizzontale è la fusione fra HP e Compaq nel 2011, infatti entrambe le aziende facevano della produzione di laptop e prodotti correlati il loro main business. Dopo la fusione l'azienda formatasi ha raggiunto un valore di mercato di 87 miliardi di dollari.

Nell' **integrazione verticale**, lo scopo dell'azienda acquirente è quello di avere un maggiore controllo sulla qualità del prodotto fornito, sulla condizione della catena di approvvigionamento e creare sinergie derivanti dall'abbattimento dei margini di intermediazione. Un caso famoso di fusione per integrazione verticale è stato quello che ha visto CNN (di proprietà di AOL) acquisire TimeWarner

³ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, Elena Beccali, "Intermediari finanziari". Pearson

⁴ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>

Nelle operazioni di **estensione del mercato**, il principale catalizzatore che spinge le aziende acquirenti ad effettuare l'acquisizione, è la possibilità di diversificare l'offerta geografica del proprio servizio, in modo da stabilizzare i ricavi riducendo il rischio paese. Questa strategia è importante soprattutto per le imprese impegnate nel settore finanziario, come banche e assicurazioni, infatti, queste aziende sono molto esposte al rischio di aumento dei tassi di interesse della banca centrale, motivo per cui diversificare l'esposizione dal punto di vista geografico risulta importante. Un caso esemplare è la fusione fra RBC Centura's e Bancshares Inc. nel 2002.

Nelle integrazioni finalizzate all'**estensione di prodotto**, l'azienda madre acquisisce l'azienda target con l'obiettivo di estendere la propria offerta, sfruttare sinergie derivanti dall'utilizzo degli stessi canali distributivi per prodotti diversi e talvolta far nascere sinergie dall'utilizzo degli stessi processi produttivi simili. Un esempio di tale situazione è la fusione fra Broadcom e Mobilink, la prima produttrice di modem basati sulla tecnologia 802.11, la seconda produttrice di apparecchi con tecnologia 2G e 2.5G.

Nelle fusioni conglomerate invece, il conglomerato acquisisce altre aziende con l'obiettivo di diversificare. Va effettuata una distinzione fra fusioni conglomerate pure e miste:

- Le fusioni conglomerate pure coinvolgono aziende che operano in mercati completamente decorrelati e operanti in mercati differenti
- Le fusioni conglomerate miste coinvolgono aziende che hanno intenzione di espandere la propria offerta su diversi prodotti o in nuovi mercati

Un esempio di questo tipo di operazione è l'acquisizione di WarnerBros da parte di AT&T nel 2018, infatti, WarnerBros è un'azienda produttrice di contenuti multimediali a livello globale, mentre AT&T è un provider di servizi telefonici negli Stati Uniti.

In un'operazione di M&A l'integrazione dell'azienda target può avvenire con diverse strutture, che variano in base a come l'azienda acquisita viene integrata nell'azienda acquirente. Queste strutture sono principalmente tre:

- **Statutaria:** si tratta di acquisizioni nelle quali l'azienda target è molto più piccola di quella acquirente. In questo tipo di operazioni, gli asset e le passività in bilancio

dell'azienda target vengono completamente assorbite dall'azienda acquirente, tuttavia l'azienda target cessa di esistere definitivamente e la sua organizzazione aziendale viene integrata nell'azienda acquirente

- **Sussidiaria:** in questo tipo di operazioni, l'azienda target diventa una sussidiaria dell'azienda acquirente, quindi, nonostante quest'ultima possieda le attività e le passività dell'azienda acquisita, questa rimane un'entità a se stante, indipendente dall'azienda madre che però ne elegge il Consiglio di Amministrazione
- **Consolidazione:** In questo tipo di operazione, le due aziende coinvolte cessano di esistere e le loro attività e passività confluiscono in un soggetto giuridico completamente nuovo

L'azienda target può essere acquisita in due forme principalmente: l'acquisto di azioni e l'acquisto delle attività.

- **L'acquisto di azioni** generalmente avviene con una offerta pubblica d'acquisto (**OPA**) che viene effettuata dall'azienda acquirente verso il CdA dell'azienda target. Il CdA convocherà poi un'assemblea straordinaria degli azionisti, in cui tutti gli shareholders voteranno a favore o contro l'acquisizione della società da parte dell'acquirente. Se l'offerta dovesse essere accettata dalla maggioranza degli azionisti della società target, questi ultimi verrebbero ricompensati per la cifra offerta dalla società acquirente. Gli shareholders dovranno pagare quindi la tassa sul capital gain eventuale, in quanto la cessione delle proprie azioni sarà inevitabile.
- **L'acquisto di asset** prevede che una società acquirente acquisisca le attività (ma non le passività) dell'azienda target. In questo caso l'azienda target viene ricompensata generalmente in denaro (talvolta con azioni o titoli di debito emessi dall'acquirente). Il denaro ricevuto entra nelle casse della società target, verrà quindi tassato a livello corporate come capital gain. L'approvazione di una transazione di questo tipo non richiede la convocazione degli azionisti, a meno che questa non sia di significativa importanza (ad esempio se rappresenta una grossa percentuale degli asset della società). L'azienda target può decidere se distribuire o meno l'utile ai suoi azionisti.

Un'ulteriore classificazione delle operazioni di M&A è quella che divide le operazioni di tipo ostile da quelle non ostili. Le prime, come suggerisce il nome, sono effettuate senza

l'appoggio del CdA dell'azienda acquisita, mentre le seconde sono autorizzate da esso prima di essere compiute. Generalmente un'operazione ostile è molto complessa e richiede che vengano interpellati un vasto numero di soggetti, tra cui anche piccoli risparmiatori, affinché l'azienda acquirente possa ottenere una percentuale target di quote nell'oggetto dell'operazione. Inoltre, non è esclusa una risposta forte da parte del CdA dell'azienda che è posta nel ruolo di acquisita in un'acquisizione ostile, infatti, una delle situazioni plausibili in questo caso è la cosiddetta "poison pill", una pratica consistente nella distribuzione di azioni, sotto forma di dividendo, agli azionisti dell'azienda, con il fine di diluire il numero di quote e rendere più arduo l'ingresso di nuovi azionisti.⁵

Oltre ai già citati benefici in termini di sinergie, crescita e posizione strategico-competitiva, le operazioni di M&A hanno anche il vantaggio non indifferente di poter portare una riduzione del carico fiscale nella società acquirente; infatti, se l'azienda target dovesse presentare delle perdite in bilancio, questo porterebbe ad una riduzione dell'utile finale della NewCo (azienda nata dall'M&A).⁶

Il finanziamento di una fusione o di un'acquisizione può avvenire principalmente in due modi:

- Pagamento in contanti (cash)
- Offerta di azioni (Stock offering)
- Mista

Il pagamento in contanti prevede che semplicemente la cifra pattuita fra le parti venga pagata a pronti dall'acquirente alla società target (o ai suoi shareholders) con denaro liquido

L'offerta di azioni prevede che l'acquirente emetta delle nuove azioni, destinate agli shareholders della società acquisita. Il numero di azioni della società acquirente che dovranno essere distribuite per ciascuna azione della società target è stabilito al momento della stipula del contratto a causa delle fluttuazioni del mercato.

L'offerta mista prevede semplicemente che la società madre presenti un'offerta rappresentata da una percentuale di cash e una percentuale di azioni.

⁵ https://www.ilsole24ore.com/art/scalate-ostili-e-pillole-avvelenate-come-passare-dall-azzardo-morale-comunita-vantaggio-AEG8gb4?refresh_ce=1

⁶ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/tax/ch-en-tax-adding-value-mergers-and-acquisitions-transactions-28042014.pdf>

Talvolta, anche se avviene raramente, la società acquirente può prendersi carico del debito della società target come metodo di pagamento.

1.1 Le fasi di un'operazione di M&A

Effettuare un'operazione di M&A è un processo complesso sia dal punto di vista economico-finanziario, data la struttura articolata dell'operazione, sia dal punto di vista burocratico-legale, data la grande mole di regolatori e di leggi che regolano le attività di finanza straordinaria.

Tuttavia, vi sono dei punti salienti nelle operazioni di M&A, che sono fondamentali e che possiamo riconoscere in qualsiasi operazione, essi sono:

- **Lo sviluppo di una strategia di acquisizione**, in cui l'azienda madre stabilisce cosa si aspetta di ottenere dall'acquisizione, ovvero quale obiettivo economico e strategico guida la volontà di effettuare tale tipo di operazione.
- **L'impostazione di criteri di ricerca per l'M&A**, fase nella quale l'azienda che desidera espandersi determina una checklist alla quale la società che acquisiranno dovrà rispondere. Nella checklist possono esserci parametri come margini di profitto, posizione geografica o numero di clienti
- **Ricerca di potenziali obiettivi di acquisizione**: l'acquirente analizza le società che rispondono alla checklist e le valuta, fra queste sceglierà quella che risponde più efficientemente al suo obiettivo
- **Inizio della pianificazione dell'M&A**: l'acquirente inizia ad avere contatti con le società più interessanti con il fine di ottenere quante più informazioni possibili. Ad esempio l'acquirente può comprendere se le società sono disposte ad essere acquisite, come si comporta il management, qual è il piano operativo, etc.
- **Eseguire l'analisi quantitativa**: seguendo i metodi che descriveremo più avanti nel capitolo, l'azienda acquirente acquisisce dati finanziari recenti per eseguire una valutazione, sia come ente a se stante, sia come parte dell'azienda
- **Negoziazione**: l'azienda target riceve un'offerta congrua a quella che è la valutazione dell'acquirente. L'azienda target potrà decidere il da farsi, potrà infatti accettare, rifiutare o contrattare un nuovo prezzo
- **Due diligence**: la due diligence è un processo esaustivo che inizia quando l'offerta

è stata accettata. Questo processo punta a confermare o correggere la valutazione dell'acquirente sul valore della società target tramite un esame e un'analisi dettagliata di ogni aspetto della società target: parametri finanziari, attività e passività, clienti, HR, etc.

- **Contratto di acquisto e vendita:** supponendo che la due diligence venga completata senza intoppi, il passo successivo è la stesura di un contratto finale di vendita. Le parti prendono una decisione sul tipo di contratto d'acquisto, se si tratta di acquisto di attività o acquisto di azioni, se si dovrà pagare in cash o in azioni o una forma mista, etc.
- **Finanziamento dell'operazione:** l'acquirente ultima i dettagli del finanziamento dell'operazione e li comunica alla firma dell'accordo. Generalmente ci sono grosse banche d'investimento a supportare le operazioni di M&A, tuttavia non è raro trovare fondi di private equity o hedge fund fra i finanziatori di grosse operazioni di fusione ed acquisizione
- **Chiusura e integrazione dell'acquisizione:** l'operazione, ormai chiusa sulla carta, si finalizza anche di fatto con i team delle due società che collaborano affinché l'integrazione avvenga nella maniera più facile, efficiente ed efficace possibile.

Strutturare l'accordo formale è senza dubbio una delle parti più difficili di un'operazione di M&A, infatti, l'acquirente dovrà considerare fattori come le leggi antitrust, le leggi sui titoli azionari, il diritto societario, le altre offerte giunte all'impresa target, le forme di finanziamento e i punti di negoziazione. In questa fase ci sono due documenti importanti:

- **Il Term Sheet:** che viene utilizzato dalla società acquirente per raccogliere fondi fra altri investitori istituzionali che vogliono prendere parte all'operazione
- **La Lettere delle intenzioni** (in inglese letter of intention, o più semplicemente **LOI**) che espone alla società target le condizioni di base dell'accordo proposto.

Per quanto riguarda gli offerenti rivali, la stragrande maggioranza delle operazioni di acquisizione presenta concorrenza, o quantomeno concorrenza potenziale. Le aziende per acquisire una società devono pagare un premio che, per essere giustificato, deve rientrare nei vantaggi che l'azienda acquirente si aspetta di ottenere in seguito alla fusione.

I potenziali acquirenti di un M&A possono essere classificati in due grandi categorie:

- **Acquirenti strategici**
- **Acquirenti finanziari**

Come è facilmente intuibile, i primi hanno l'obiettivo di integrare l'attività dell'azienda acquisita per fini strategici, si tratta generalmente di competitor o di aziende che operano in settori adiacenti. Lo scopo dell'acquisizione è quello di adattare perfettamente l'attività acquisita all'interno del proprio business per poter incrementare i ricavi o ridurre i costi.

Gli acquirenti finanziari invece hanno il solo scopo di possedere la società acquisita senza però gestirla e senza sfruttarne le sinergie (anche se talvolta vengono sfruttate le sinergie fra diverse società possedute dallo stesso intermediario finanziario). Spesso gli acquirenti finanziari utilizzando l'indebitamento per finanziare le acquisizioni, come nelle operazioni di Leveraged Buyout (LBO) o la forma simile del Management Buyout (MBO).

1.2 Le principali motivazioni che spingono all'M&A

Se l'obiettivo è la crescita, un'azienda ha due strade, come già accennato prima: la crescita interna e la crescita esterna. Generalmente le aziende (e più in particolare i CFO) intenzionate ad espandersi, effettuano un'analisi *make or buy*, nella quale vengono soppesati gli svantaggi e i vantaggi derivanti dall'una o dall'altra opzione, sia in termini di costi sia in termini strategici. Nel caso in cui si decidesse di optare per una crescita per via esterne (dunque nel caso la scelta "buy" risulti più conveniente di quella "make"), le operazioni di M&A ne sono la massima rappresentazione.

Per valutare le ragioni che spingono un'azienda ad effettuare un'operazione di M&A è necessario dunque comprendere quali siano i motivi che spingono le aziende verso la crescita esterna piuttosto che quella interna. La dottrina economica ha diviso le ragioni che spingono le aziende verso la crescita esterna in due macrogruppi: oggettive e soggettive, talvolta definite anche rispettivamente economiche ed extraeconomiche.

Fra le ragioni di natura economica, possiamo distinguere quelle di natura finanziaria e quelle di natura strategica.

I benefici di natura finanziaria esistono nel momento in cui le due aziende, accorpate in un

unico soggetto economico, valgono più della somma di entrambe prese singolarmente⁷. Questo avviene per tre motivi principalmente:

- Lo sfruttamento delle **sinergie** fra le due imprese, ovvero la riduzione dei costi dovuta ad **economie di scala, di scopo e di esperienza** tramite l'aumento dimensionale dell'impresa. Esistono in realtà due grandi categorie di sinergie descritte in letteratura, di seguito vengono analizzate:
- **Le sinergie di risparmio sui costi**, le quali consistono, come suggerisce il nome, in aumento del profitto di un'impresa tramite la riduzione dei costi e possono essere categorizzate come di seguito:
 - **Sinergie di condivisione dell'informazione**: grazie a queste l'azienda acquisita o l'azienda acquirente potrà avere accesso ai segreti industriali dell'altra azienda e grazie a questi ultimi ottenere vantaggi competitivi o una maggiore efficienza
 - **Efficienza della supply chain**: questo tipo di efficientamento permette di ottenere vantaggi grazie alle relazioni che l'azienda acquisita o l'azienda acquirente acquisiscono con la catena di approvvigionamento dell'altra. Questo permette di risparmiare sui costi delle materie prime principalmente,
 - **Efficientamento del marketing**: sfruttando il canale distributivo o i canali pubblicitari migliori fra le due aziende coinvolte nell'operazione, si può risparmiare sui costi di marketing. Questo permette di avere costi minori
 - **Ricerca e sviluppo**: i reparti di ricerca e sviluppo delle due aziende vengono messi in comune, questo comporta efficientamento delle risorse e una migliore distribuzione delle scoperte effettuate, infatti, la scoperta di uno dei due reparti può tornare utile all'altra azienda, grazie all'efficientamento derivato dall'unione dei due reparti, questo meccanismo può essere concretizzato e la NewCo può risparmiare sui costi di ricerca ottenendo performance migliori.
 - **Risparmio sui salari**: non necessitando di due linee di gestione primaria, l'azienda non dovrà avere due amministratori delegati o due CFO, ma ne avrà solo uno. Questo comporterà un risparmio che talvolta può essere anche di diverse decine di milioni di euro.

⁷ Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale"

- **Licenze:** l'azienda acquisita può sfruttare le licenze e i brevetti dell'azienda acquirente e viceversa. Questo comporta una maggiore facilità, nonché un risparmio, nell'accesso alla conoscenza, alla quale consegue un aumento dell'utile
- **Sinergie di incremento del fatturato** che consentono di ottenere ricavi maggiori nella NewCo piuttosto che alla somma delle due aziende. Fra questi possiamo avere:
 - **Licenze:** le aziende, come abbiamo visto dai vantaggi di costo derivanti dai brevetti e dalle licenze, possono avere vantaggi non indifferenti anche dal punto di vista dei ricavi, potendo usufruire di una tecnologia che altrimenti sarebbe inaccessibile e potendo dunque portare sul mercato prodotti più avanzati
 - **Prodotti complementari:** si tratta di un vantaggio che ottengono aziende che vendono prodotti il cui utilizzo è complementare all'utilizzo di un altro prodotto (ad esempio spazzolino e dentifricio o zucchero e caffè). Due aziende integrate che producono prodotti complementari, possono proporre bundle che portano ad un incremento delle vendite
 - **Mercati complementari:** l'acquisizione di un'azienda che opera in un altro mercato, sia dal punto di vista geografico, sia dal punto di vista del target a cui si rivolge, permette all'azienda madre di avere una base demografica maggiore, dunque ricavi maggiori
- **Crescita più rapida,** infatti le M&A per un'azienda sono un modo più veloce di incrementare il proprio fatturato rispetto alla crescita organica. L'azienda acquirente acquisisce un'azienda target che già ha un business avviato nel settore di riferimento, questo comporta dunque l'abbattimento dei rischi che conseguirebbero dall'ingresso in un nuovo mercato
- **Efficienza fiscale,** grazie sia ai benefici fiscali che alcune legislazioni permettono ad aziende ree di aver completato un'operazione di M&A, sia all'accorpamento di un'impresa eventualmente in perdita che consente dunque di ridurre il carico fiscale della NewCo.

Fra le motivazioni di natura strategica invece troviamo:

- Il miglioramento **della posizione competitiva**, tramite l'aumento delle quote di mercato, la diversificazione del rischio (geografico e politico per esempio) e la crescita dimensionale
- L'innalzamento di **barriere all'entrata** per eventuali nuovi entranti grazie all'efficienza produttiva raggiunta
- **Riduzione del numero di competitors**, soprattutto in mercati già concentrati
- **Diversificazione del proprio business**, infatti le aziende che operano in settori ciclici hanno bisogno di acquisire aziende in settori non ciclici o in settori con un ciclo economico differente, questo perché un rallentamento in un settore può essere compensato o contenuto se nel portafoglio dell'azienda madre sono presenti diverse aziende che operano in settori differenti

Fra i vantaggi soggettivi invece rientrano tutti quei comportamenti relativi ad un moral hazard da parte del management che, nell'ottica di gestire un gruppo aziendale più grande o per prospettive di carriera, talvolta può esporsi verso operazioni che dal punto di vista finanziario e strategico non sono giustificabili. Questi aspetti rientrano nella cosiddetta Agency Theory.

1.3 Gli effetti sul mercato azionario

Le operazioni di M&A, come è ovvio immaginare, portano effetti immediati nel valore finanziario delle aziende coinvolte in termini di capitalizzazione di mercato (e quindi di enterprise value). Sebbene i benefici economici effettivi dell'operazione risulteranno osservabili solo dopo mesi (o addirittura anni) dall'annuncio dell'operazione stessa, il mercato, come è noto, prezza le prospettive future di maggiori utili e flussi di cassa. Particolare beneficio dalle operazioni di M&A lo traggono gli azionisti delle società target, ovvero quelle oggetto di acquisizione. Infatti, affinché il management di tali società accetti l'offerta di acquisizione, è necessario che l'acquirente paghi un premio rispetto al valore di mercato dell'azienda. Tale premio è mediamente "del 20% in caso di fusione amichevole,

del 35% in caso di scalata ostile”⁸.

Nel giorno 0, ovvero quello in cui viene annunciata l’operazione (non nel quale viene conclusa), il mercato prezza immediatamente l’operazione stessa. È possibile osservare l’aumento del prezzo del titolo derivante dall’annuncio tramite il calcolo del rendimento anomalo giornaliero, costituito dal residuo della regressione lineare del rendimento del titolo su un indice di mercato

$$Rit = ai + biRmt + eit$$

In cui:

Rit = Rendimento totale sull’azione *i*-esima nel giorno *t*

ai, *bi* = l’intercetta e il coefficiente angolare di una regressione lineare di *Rit* su *Rmt* per un periodo di riferimento (diverso da quello di stime dell’equazione)

Rmt = Il rendimento totale di un indice rappresentativo dell’intero mercato

eit = il rendimento anomalo⁹

Nel caso in cui non si verificano eventi, teoricamente il rendimento anomalo dovrebbe essere prossimo allo zero, invece nel caso di annuncio di un’operazione, il prezzo sale fino ad arrivare ad un livello più vicino a quello annunciato dell’operazione.

La finalizzazione dell’operazione porta poi al cambiamento della natura dei titoli negoziati: ci si trova davanti a nuovi titoli. Di fatto la società coinvolta in un M&A, dopo l’operazione non è più la stessa perché banalmente avrà uno stato patrimoniale ed un conto economico differenti. Il cambiamento può essere palesato esplicitamente tramite il cambiamento del nome della NewCo (ad esempio WarnerBros Discovery) e del ticker con il quale vengono scambiate in borsa (sempre prendendo in analisi WarnerBros Discovery, il ticker delle azioni classe A è cambiato da DISCA in WBD).

1.4 La valutazione di un M&A

Il modello senza dubbio più utilizzato per la valutazione di un’operazione di M&A è il *Discounted Cash Flow* (DCF), che è anche il modello principalmente utilizzato per la

⁸ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, “Il valore dell’impresa: strategie di valutazione e gestione”, 1998.

⁹ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, “Il valore dell’impresa: strategie di valutazione e gestione”, 1998.

valutazione di qualsiasi tipologia di progetto o di impresa. Il DFC ci permette di stimare il valore di un'impresa valutando i flussi di cassa futuri e scontandoli per un determinato tasso di attualizzazione che generalmente è il costo medio ponderato del capitale, in inglese *Weighted Average Cost of Capital* o semplicemente WACC elevato all'anno in cui si manifesterà il flusso di cassa rispetto all'anno di riferimento $t=0$. Il calcolo del WACC è una procedura meccanica piuttosto semplice, come si può osservare:

$$WACC=(E/V \times Re)+(D/V \times Rd \times (1-Tc))$$

In cui:

E = valore di mercato dell'equity

D = valore di mercato del debito

V = la somma fra equity e debito

Re = Costo dell'equity

Rd = costo del debito

Tc = Peso della tassazione

In un'operazione di M&A non è quindi difficile comprendere il tasso di attualizzazione da utilizzare, la circostanza più complessa da valutare sono i flussi di cassa futuri. In fase di fusione le aziende generalmente comunicano con una lettera agli investitori le sinergie, a livello quantitativo, che si aspettano di ottenere tramite la fusione e talvolta anche un documento contenente le prospettive future in seguito alla fusione. Gli investitori non sempre ritengono attendibili tali stime, ed è per questo che il prezzo di una società oggetto di una M&A non sempre rispecchia le stime del management.

Da un punto di vista focalizzato sugli asset, il flusso di cassa da scontare è quello residuo relativo agli stakeholders e non solo agli azionisti, cioè il Free Cash Flow to the Firm, o FCFF. Il tasso di sconto utilizzato è sempre il WACC, anche se talvolta viene utilizzato anche il tasso risk free. Per stabilire il Terminal Value (TV) si può utilizzare o il tasso di crescita perpetuo stimato (cioè quanto la società crescerà dall'anno t all'infinito) oppure i multipli di mercato attesi alla fine del periodo analizzato. Il risultato di tale sistema è l'Enterprise Value, ovvero il valore dell'equity sommato al debito meno la cassa.

Un altro metodo di valutazione è quello focalizzato sull'equity dell'impresa; infatti, tramite l'utilizzo di questo modello si cerca di valutare direttamente il valore dell'equity della società e non l'enterprise value. La differenza con i precedenti due modelli è che i flussi di cassa utilizzati non sono quelli totali dell'impresa ma esclusivamente quelli destinati agli azionisti, o tramite la distribuzione di dividendi o tramite buyback azionario (una pratica attuata dalle aziende che consiste nell'acquisto di azioni proprie sul mercato con il fine di diminuirne la quantità e di conseguenza farne alzare il prezzo. Viene ritenuta una forma di dividendo più efficiente dal punto di vista fiscale, in quanto chi possiede l'azione si arricchisce tramite l'aumento di valore di quest'ultima ma non deve pagare la tassa sul dividendo, inoltre le plusvalenze finalizzate possono essere compensate con eventuale minusvalenza, cosa che con il semplice dividendo risulta impossibile). Tale flusso di cassa è definito Free Cash Flow to Equity o FCFE.

Un altro approccio molto popolare è quello della valutazione basata sui multipli di mercato. Tale modello valutativo consiste nel prendere i multipli del mercato di riferimento ed applicarli ai valori contabili dell'azienda per ottenere un prezzo target. I multipli di mercato più utilizzati sono il Price to Earning (o P/E), il Price to Book (P/B) e l'Enterprise Value sull'utile operativo (EV/EBITDA) nel caso di aziende già consolidate, mentre per aziende più giovani i multipli di riferimento possono essere basati sul fatturato come il Price to sales (P/S), o sull'utile lordo come il price to gross profit. La principale criticità nell'utilizzo del metodo dei multipli è stabilire le aziende da confrontare con l'azienda target; infatti, queste devono operare nello stesso settore e nello stesso mercato dal punto di vista geografico, devono avere dimensioni simili, con tassi di crescita e margini simili. Un'altra criticità di questo metodo è la possibilità che un determinato settore stia prezzando un'eccessiva emotività del mercato; quindi, l'impossibilità di stabilire se le aziende operanti in quel determinato settore stiano scontando un periodo di pessimismo del mercato o magari, al contrario, stiano prezzando una crescita futura irrealistica in cui il mercato, euforicamente, crede.

2. Settore M&E, analisi peculiarità e caratteristiche

Un settore dai confini così incerti costringe dunque ad una divisione ulteriore in segmenti come la produzione videoludica, la stampa e i mass media, i social media, la produzione-distribuzione di contenuti (cinema e serie tv), etc.

Il settore Media ed Entertainment (M&E) è vasto e variegato, le aziende che lo compongono spaziano dalla produzione videoludica alla stampa di giornali, passando per la radio, la televisione e quindi l'advertising¹⁰

Un settore dai confini così incerti costringe dunque ad una divisione ulteriore in segmenti come la produzione videoludica, la stampa e i mass media, i social media, la produzione-distribuzione di contenuti (cinema e serie tv), etc.

Il segmento che andremo ad analizzare dettagliatamente è quello della produzione di contenuti.

Le principali aziende che operano nella produzione di contenuti hanno una storia lunga e piena di colpi di scena (che verranno analizzati nel capitolo 3). La natura del settore non permette alle aziende di avere grandissimi margini e costringe spesso ad avere grosse quantità di passività in bilancio, motivo per il quale molto spesso sono scambiate sui mercati con multipli più bassi rispetto alla media del mercato.

Generalmente l'azienda che produce contenuti ha un bilancio fortemente influenzato dal costo del venduto. Infatti, elementi come l'acquisto della licenza di un'opera proposta da uno sceneggiatore o l'acquisizione di un'opera già pronta da inserire nel palinsesto del proprio servizio di streaming, richiede esborsi di denaro incredibilmente grossi. Tali esborsi vengono spesso finanziati tramite debito a lunghissima scadenza (talvolta anche 50 anni), motivo per cui lo stato patrimoniale delle aziende operanti nel settore è sempre pieno di debiti a lungo termine.

I ricavi di tali aziende dipendono principalmente nella distribuzione al pubblico del loro contenuto, che può avvenire in diverse forme. Le principali sono:

¹⁰ <https://www.trade.gov/media-entertainment#:~:text=The%20M%26E%20industry%20is%20comprised,Publishing%2C%20eSports%20and%20Video%20Games>

- **Cinema:** le opere vengono distribuite nei cinema e le aziende ricavano una determinata percentuale su ogni biglietto venduto
- **PayTV:** le aziende rendono usufruibili i loro contenuti in spazi televisivi o digitali di proprietà, accessibili al cliente finale esclusivamente in seguito al pagamento di un canone generalmente mensile o annuale
- **FTA (free-to-air):** le aziende distribuiscono i contenuti in canali televisivi o digitali accessibili gratuitamente, il ricavo deriva dalla pubblicità trasmessa sul canale stesso ed è strettamente legato al numero di spettatori
- **Merchandising:** le aziende vendono prodotti che hanno un legame con le opere prodotte, ad esempio giocattoli, magliette, tazze e altri oggetti brandizzati
- **Cessione di licenze:** le aziende prestano i loro contenuti (generalmente ad aziende che possiedono spazi televisivi o canali digitali, ma talvolta anche aziende che producono giocattoli o altri prodotti), a titolo temporaneo o definitivo, dando a questi il diritto di usufruire dell'opera e dei diritti di immagine.¹¹

L'attività di produzione di contenuti, dunque, solo in parte porta benefici diretti. Spesso sono le attività ad essa correlate che portano introiti nelle casse delle aziende. Le sei grandi società di produzione di contenuti (Comcast, Walt Disney, Netflix, Paramount, WarnerBros Discovery e Sony¹²) hanno modelli di business piuttosto diversi fra loro:

- **Comcast** non fa della produzione di contenuti il suo business principale; infatti, il 55% dei ricavi proviene da Xfinity, provider telefonico statunitense che è anche la branca con il margine operativo più alto, infatti, il 76% dell'EBITDA totale del conglomerato è riconducibile a quello che nel bilancio viene chiamato "Cable Communications", cioè Xfinity e servizi correlati.
Per quanto riguarda l'attività di produzione di contenuti, NBCUniversal rappresenta la più grande fonte di ricavi (19% tramite le PayTV e le piattaforme di streaming e 8% tramite la produzione di contenuti destinati al cinema), seguita poi da Sky (PayTV) e dai parchi a tema, rispettivamente corrispondenti al 16% e al 4% dei ricavi.¹³
- **Walt Disney** in modo simile a Comcast, ha diversificato intensamente le sue

¹¹ <https://www.investopedia.com/articles/investing/093015/how-exactly-do-movies-make-money.asp>

¹² <https://www.fool.com/investing/stock-market/market-sectors/communication/media-stocks/big-6/>

¹³ <https://www.cmcsa.com/static-files/8887f574-dfa9-4480-8c8b-ed7771f7ce44>

attività nel corso della propria vita aziendale, arrivando a possedere un network di contenuti molto ampio che si rivolgono a target differenti. La principale fonte di entrate viene dalle PayTV, dalle piattaforme DTC (Direct-to-consumer) Disney+ ed ESPN+ e dalla distribuzione cinematografica. Inoltre, prima che la pandemia colpisse duramente i bilanci di Walt Disney, più del 30% del ricavo totale veniva dal segmento dei parchi a tema e del merchandising.^{14 15}

- **Netflix**, nato come concorrente di BlockBuster nel noleggio di videocassette e DVD, si è espanso verso il settore della distribuzione di contenuti con l'innovazione disruptive della visione in streaming. Da qualche anno ha poi costituito uno studio di produzione per combattere la concorrenza agguerrita (in particolare di Disney) che, ingolosita dal mercato potenzialmente penetrabile, ha lentamente smesso di rinnovare le licenze a Netflix per poter trasmettere i propri contenuti in esclusiva sulle proprie piattaforme. Ad oggi i ricavi di Netflix sono costituiti quasi esclusivamente dagli abbonamenti sull'omonima piattaforma DTC e corrispondono a quasi 29 miliardi di dollari; tuttavia, il business del noleggio di DVD è ancora in piedi e produce ricavi pari a circa 180 milioni di dollari.¹⁶
- **WarnerBros Discovery** è il frutto della fusione fra WarnerMedia, operante nella produzione e distribuzione cinematografica, e Discovery, leader della produzione e distribuzione di contenuti unscripted. I ricavi dal segmento Discovery derivano principalmente dall'advertising sulle reti free-to-air, solo in Italia per esempio i canali RealTime, DMAX ed Eurovision rappresentano il prodotto di punta dell'offerta di Discovery. Il segmento WarnerBros invece produce ricavi grazie alla distribuzione e alla vendita di licenze, infatti, la storica casa di produzione fa dei film il suo main business. È da segnalare, per quanto riguarda la distribuzione, la piattaforma HBO Max (appartenente a WarnerMedia prima della fusione) che si colloca al secondo posto dopo Netflix nella gerarchia dei player operanti nello streaming e cresce a ritmo incalzante.¹⁷
- **Paramount Global** genera la maggior parte del suo fatturato tramite i propri canali televisivi, in particolare CBS, che trasmette, tra le altre cose, anche il Super Bowl, il quale ogni anno si colloca al primo posto fra gli eventi sportivi per

¹⁴ <https://thewaltdisneycompany.com/app/uploads/2022/01/2021-Annual-Report.pdf>

¹⁵ <https://thewaltdisneycompany.com/app/uploads/2020/01/2019-Annual-Report.pdf>

¹⁶ https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/2021/q4/da27d24b-9358-4b5c-a424-6da061d91836.pdf

¹⁷ https://s27.q4cdn.com/187472364/files/doc_financials/2022/q1/DISCA-2022.3.31-10Q-Filed-copy.pdf

numero di spettatori a livello mondiale. Inoltre, la piattaforma di streaming Paramount+ genera ricavi pari ad un miliardo di dollari, divisi fra abbonamenti da parte degli utenti ed advertising per la versione free del servizio. Ovviamente l'azienda genera utili anche tramite la produzione di film destinati alla trasmissione nei cinema e tramite la vendita delle licenze su tali film.¹⁸

- **Sony** opera in numerosi settori, dai videogiochi (tramite la celeberrima console PlayStation), alla produzione di sensori fotografici per smartphone, fino, ovviamente, alla produzione cinematografica. Da essa Sony genera ricavi esclusivamente dalla produzione e distribuzione di film e serie tv e dalla vendita delle licenze su questi ultimi. Il principale canale di distribuzione è il cinema, seguito dalla televisione.¹⁹

2.1 I trend del settore

Il settore M&E, ed in particolare la distribuzione di contenuti, ha vissuto nel corso dei decenni numerosi cambiamenti che ne hanno mutato notevolmente la struttura. Se alla metà dello scorso secolo il settore dominante nel mercato M&E erano i giornali e quindi i grandi gruppi editoriali, la nascita della televisione ha gradualmente spostato gli equilibri e lentamente i giornali hanno iniziato un inesorabile declino. Oggi è la televisione che sta iniziando a subire la prepotente avanzata dei servizi streaming e degli altri servizi di intrattenimento digitali. Il CEO di Meta Platforms, Mark Zuckerberg, nella conference call della trimestrale del Q2 2022 ha detto che una delle principali fonti di valore dei suoi servizi sono le ore che i clienti passano davanti allo schermo, riferendosi in particolare ai pericoli derivanti dalla concorrenza di TikTok²⁰. Oggi come 70 anni fa, il principale valore di un'azienda operante nella vendita di spazi pubblicitari (quindi giornali, televisioni free-to-air e social media) è il tempo che mediamente un utente impiega attivamente sulla propria piattaforma. Le aziende non avrebbero ovviamente alcun interesse a pagare la pubblicità su una piattaforma che si rivolge a pochi utenti o che abbia scarsi tassi di conversione. Il

¹⁸ <https://ir.paramount.com/static-files/12dcb1b9-4a0d-44f6-88fe-56933a2b4a06>

¹⁹ https://sec.report/Document/0001193125-21-195631/#tx151790_10

²⁰ <https://www.ft.com/content/417c5c7b-6ba1-4414-ad1b-f939b82755d7>

targeting dei social media, i quali conoscono bene le abitudini e i gusti dei loro utenti, permette alle aziende di avere tassi di conversione elevatissimi, motivo per il quale sono disposte a destinare sempre più grosse porzioni del loro budget marketing verso la pubblicità sui social media (Alphabet e Meta in particolare).²¹

Nella produzione di contenuti, segmento del settore M&E che è di interesse per questa tesi, l'influenza di internet è stata dirompente. Le aziende che producono contenuti si sono dovute inizialmente adattare alle novità portate dal mercato da Netflix, dapprima vendendo a quest'ultima i diritti per trasmettere i propri contenuti sulla loro piattaforma streaming, successivamente provando a sviluppare piattaforme simili con un'ottica di espansione verticale. Ad oggi la nuova frontiera della produzione e distribuzione dei contenuti è sicuramente lo streaming. Leggendo i bilanci delle sei aziende che dominano il mercato della produzione, si può osservare che in ognuna di queste il segmento a più rapida crescita degli ultimi cinque anni è stato quello DTC, ovvero le piattaforme streaming. Lo sviluppo della tecnologia streaming ha trovato un catalizzatore ulteriore nella pandemia da Coronavirus, a causa delle restrizioni, infatti, quasi in ogni parte del mondo le persone si sono ritrovate impossibilitate a recarsi nei cinema e gli schermi palinsesti televisivi non erano in grado di reggere la concorrenza dei giganteschi cataloghi delle piattaforme di streaming. Grazie a questo le aziende proprietarie di tali piattaforme hanno visto i propri ricavi aumentare vertiginosamente, motivo per il quale le azioni di aziende come Netflix sono state definite "stay at home stocks"²².

²¹ <https://www.ft.com/content/60b8747e-bc1f-11e4-a6d7-00144feab7de>

²² <https://edition.cnn.com/2020/03/02/investing/coronavirus-stay-at-home-stocks/index.html>

3.1 Perché avvengono così frequentemente

Come in tutti i settori *capital intensive*, la concentrazione del mercato aumenta col passare del tempo²⁴. Questo succede perché la fusione di due aziende ha come principale conseguenza che vengano messi in comune le attività (e le passività) di entrambe nello stato patrimoniale della NewCo, questo permette dunque di sfruttare le sinergie che possono derivare da tale situazione. Nel caso dell'industria dell'automobile, per esempio, non è raro che due aziende si fondano e di conseguenza costruiscano automobili nella stessa fabbrica o utilizzino gli stessi pezzi in due o più modelli di diversi brand, sfruttando così sinergie ed economie di scala. Nell'industria della produzione e distribuzione di contenuti M&E avviene la stessa cosa, ad esempio si possono mettere in comune segmenti aziendali e/o brand posseduti dalle aziende, si possono utilizzare più efficientemente le risorse umane (per esempio video makers, creativi, registi, cameraman, etc.) e si può diversificare l'offerta (ad esempio un'azienda che produce contenuti può essere acquistata da un'azienda che possiede spazi televisivi con il fine di rendere tali contenuti un'esclusiva della propria rete televisiva).

La possibilità di creare sinergie fra le aziende è il principale catalizzatore per le operazioni straordinarie nel settore, infatti le spese in conto capitale nel settore pesano molto sui cash flow generati dalle società (sebbene Discovery sia favorita rispetto alla concorrenza su questo aspetto, successivamente verranno analizzati i motivi). Operazioni di integrazione verticale o di fusione con concorrenti permettono di diluire alcuni dei più impattanti costi comuni, come i costi di licenza sui contenuti, i costi di produzione, l'acquisto di macchinari, i contratti con i fornitori, i dipendenti, etc.

Molti manager sono poi attratti dalla possibilità di creare conglomerati espandendosi nel settore M&E, arrivando a costituire aziende talmente diversificate da non poterne descrivere il business in una sola frase. Un esempio vicino all'argomento che dà il nome a questa tesi è l'azienda che possedeva WarnerMedia prima dell'operazione di M&A: la celeberrima American Telephone and Telegraph Company, meglio nota al grande pubblico sotto la sigla AT&T.

²⁴ "Economia Industriale", Carlo Scognamiglio Pasini, Luiss Press

AT&T è per gli Stati Uniti d'America qualcosa di simile a quello che TIM è per l'Italia, ovvero un grande conglomerato industriale nato nel settore delle telecomunicazioni. AT&T, infatti, è il principale fornitore di rete internet degli Stati Uniti, nonché il primo operatore telefonico. Pur operando in un settore diverso dalla creazione di contenuti, il management di AT&T nel 2015 ha deciso di lanciare una offerta pubblica di acquisto (OPA) verso DirectTV, uno dei principali emittenti di TV satellitare negli Stati Uniti, per la cifra mostruosa di 67 miliardi di dollari. L'acquisizione della allora denominata TimeWarner (poi diventata WarnerMedia ed infine, Warner Bros. Discovery in seguito all'operazione oggetto di questa tesi) fu in linea con il progetto di AT&T di espandersi verso il mondo dell'intrattenimento. Questo progetto sembra però non essere stato apprezzato dagli investitori; infatti, la conglomerata scontava dei multipli molto bassi sul mercato, frutto anche della precarietà della struttura finanziaria ormai impattata fortemente dai debiti. AT&T, infatti, è sempre stata vista come un'azienda di telecomunicazioni, il mercato non ha mai apprezzato i suoi piani di espansione verso altre industrie che non presentassero sinergie evidenti con il core business; non sorprende dunque il fatto che scontasse dei multipli più bassi rispetto alla diretta concorrente Verizon. La crisi pandemica ha poi dato il colpo di grazia al già precario progetto espansionistico del management di AT&T che dopo solo 5 anni dall'acquisizione di TimeWarner, divenuta non profittevole a causa dei mancati incassi dalla produzione cinematografica (principale fonte di entrate dell'azienda), ha deciso di renderla oggetto di un'operazione di fusione con la più piccola Discovery, disinteressandosi completamente di qualsiasi questione correlata al business della NewCo, tanto che le azioni di WarnerBros Discovery spettanti ad AT&T sono state oggetto di un'operazione di spin-off e distribuite agli azionisti sotto forma di dividendo.

3.2 Contestualizzazione geografica

In ultima analisi poi va considerato il contesto competitivo in cui queste operazioni hanno luogo. Secondo un report di Bain, infatti, il mercato della creazione di contenuti televisivi è estremamente diverso a seconda dell'area geografica che si prende in

analisi.

- In **Europa** le aziende che operano nella creazione di contenuti spesso hanno confini regionali (e.g. Mediaset e RAI in Italia) e non hanno desideri di espansione.

- In **America** le aziende tendono ad espandersi oltre i confini, territoriali e settoriali, con un mercato in continuo mutamento. Solo negli ultimi anni, oltre l'operazione oggetto di questa tesi, ci sono state o sono in corso operazioni di M&A molto importanti come l'acquisizione di Activision Blizzard (nata nel 2007 dalla fusione di Activision e Blizzard) da parte di Microsoft, l'acquisizione di Sky da parte di Comcast nel 2018, l'acquisizione di Fox da parte di Disney e, nello stesso anno, la travagliata fusione fra Viacom e CBS per formare di nuovo, dopo 15 anni, la ViacomCBS, che era già stata creata nel 2000 nello stesso modo, per poi essere divisa in due entità a se stanti nel 2007 e che infine ha cambiato il proprio nome durante il 2022 in Paramount Global, dal nome del principale brand posseduto dalla compagnia

-In **Asia**, più particolarmente in Cina (la quale rappresenta il mercato più rilevante), invece, la situazione è completamente diversa: il settore dell'intrattenimento è dominato dalla mega applicazione WeChat, di proprietà di Tencent. L'applicazione è un contenitore di funzioni che vanno dalla messaggistica all'intrattenimento, passando per l'e-commerce. Per fare un paragone con l'Europa, è come se WhatsApp, YouTube, Amazon ed Instagram fossero contenuti all'interno della stessa applicazione. Tencent inoltre possiede anche Supercell ed Epic Games, rispettivamente leader della produzione videoludica per smartphone e per console. Ad affiancare Tencent ci sono, a larga distanza, NetEase e Baidu, anche loro con un'offerta estremamente diversificata e proposta, con poche eccezioni, tramite lo stesso brand.²⁵

3.3 Casi storici. Successi e fallimenti

Come abbiamo visto, le operazioni di finanza straordinaria nel mercato delle M&E (Media and entertainment) sono la normalità. Con cadenza quasi annuale si può osservare un'operazione notevole per valutazione e importanza per gli equilibri del settore, in questo capitolo si proverà a tracciare una lista delle principali operazioni di M&A degli ultimi 40 anni.

²⁵ <https://www.bain.com/insights/media-m-and-a-report-2022/>

1986

La General Electric acquisisce Radio Corporation of America, azienda proprietaria della popolare emittente americana NBC. L'operazione costa al leader del settore utilities una somma di 6,4 miliardi di dollari (poco più di 15 miliardi aggiustati all'inflazione), rendendola, all'epoca, l'operazione di M&A più grande della storia escludendo quelle relative al settore petrolifero. L'operazione entra nel gruppo delle più di 600 acquisizioni effettuate da GE sotto la guida dello storico CEO Jack Welch. RCA verrà scorporata e venduta nel corso degli anni successivi.

1989

Sony acquisisce Columbia Pictures per 3.4 miliardi (7.3 miliardi aggiustati all'inflazione). L'operazione è un successo, ancora oggi Columbia è uno dei principali player nella produzione cinematografica ed è ancora una sussidiaria di Sony.

1990

WarnerBros e Time Communications completano una fusione per un valore complessivo di 15 miliardi (circa 31 miliardi aggiustati all'inflazione), creando il più grande conglomerato nell'industria M&E (Media and entertainment) dell'epoca.

1994

Viacom acquisisce Paramount Communications per 10 miliardi di dollari (18 miliardi aggiustati all'inflazione) dopo una lunga disputa con QVC che concorreva per l'acquisizione. L'acquisizione si è rivelata positiva per Viacom che dopo una relazione altalenante con CBS (prima oggetto di fusione nel 2000, poi oggetto di spin-off nel 2007 e successivamente di nuovo oggetto di fusione nel 2019) ha cambiato il proprio nome da ViacomCBS in Paramount Global. Il nome ViacomCBS è stato rimosso da ogni brand dell'azienda e sostituito da Paramount.

Sempre nel 1994 Viacom acquisisce Blockbuster per 8 miliardi (14 miliardi aggiustati all'inflazione), il noto rivenditore di film e contenuti multimediali, andato in bancarotta nel 2008.

1995

Westinghouse Electric Corp. acquisisce CBS per 5.4 miliardi (circa 9,4 aggiustati all'inflazione). Il successivo destino di CBS è stato ampiamente descritto in precedenza.

1996

Walt Disney acquisisce ABC per 19 miliardi (32 miliardi aggiustati all'inflazione), dando inizio alla serie di acquisizioni che ha permesso a Walt Disney di rimanere sempre una delle aziende di riferimento nel settore.

Sempre nel 1996, TimeWarner si fonde con Turner Broadcasting System, in un'operazione del valore di 7.6 miliardi di dollari (12.9 miliardi aggiustati all'inflazione).

Nello stesso anno Westinghouse Electric Corp acquisisce Infinity Broadcasting per 4,7 miliardi di dollari (8 miliardi aggiustati all'inflazione) tramite la partecipata CBS acquisita nel 1995. Nell'anno successivo Westinghouse Electric Corp cambia nome in CBS, a causa del declino del proprio main business (utilities e lampadine al tungsteno). L'anno successivo CBS venderà il 17% delle azioni di Infinity Broadcasting per 2,9 miliardi (4.7 miliardi aggiustati all'inflazione), riconoscendo dunque un valore di 17 miliardi di dollari ad Infinity Broadcasting, acquisita l'anno precedente per appena 4,7 miliardi.

1999

Inizia il già ampiamente discusso rapporto fra Viacom e CBS, infatti viene annunciata un'offerta della prima nei confronti della seconda per un valore di 34.5 miliardi di dollari (55.1 miliardi aggiustati all'inflazione)

2000

AOL (America Online Inc.) acquisisce TimeWarner per la mostruosa cifra di 182 miliardi di dollari (281 miliardi aggiustati all'inflazione). Ad oggi è ancora la seconda operazione di M&A più grossa della storia.²⁶

2001

Comcast acquisisce AT&T Broadband per 72 miliardi di dollari (108 miliardi aggiustati all'inflazione).

2002

Tramite AT&T Broadband, Comcast acquisisce MediaOne Corp per un valore di 62 miliardi (93 miliardi aggiustati all'inflazione).

2006

Bain Capital acquisisce Clear Channel Broadcasting per 26.7 miliardi (34.3 miliardi aggiustati all'inflazione) in un'operazione di leveraged buyout. Nell'anno seguente Clear Channel Broadcasting verrà venduta a Newport Television. Nel 2014 in seguito ad un'operazione di rebranding prenderà il nome di iHeartCommunications.

2009

Comcast acquisisce NBCUniversal prelevandola da General Electric per 30 miliardi di dollari (37 miliardi aggiustati all'inflazione), rendendo Comcast uno dei player principali del settore.

Nello stesso anno Walt Disney acquisisce la Marvel Comics per 4 miliardi di dollari (poco meno di 5 miliardi aggiustati all'inflazione). L'operazione si rivela essere un successo senza precedenti nella storia del settore: sotto la guida degli studi di

²⁶ <https://apnews.com/article/f2c9ab65a6f8aabc8aa96556665c43e2>

produzione Disney, la Marvel inizia a costruire un percorso pieno di successi incredibili. Considerando solo gli ultimi due capitoli della saga *Avengers* (*Avengers:End Game* ed *Avengers:Infinity War*), Walt Disney ha incassato rispettivamente 2 miliardi e 2.7 miliardi di dollari fra il 2018 e il 2019, rendendo i due film rispettivamente il secondo ed il quinto film per incassi (non attualizzati all'inflazione), a fronte di un budget di produzione complessivamente inferiore ai 700 milioni di euro.

2012

Walt Disney continua la sua serie di acquisizioni e completa il deal con Lucasfilm azienda fondata da George Lucas per gestire il successo derivato dalla produzione della celeberrima saga di *Star Wars* ed *Indiana Jones*, per 4 miliardi di dollari (4.6 miliardi aggiustati all'inflazione). Anche questa operazione si rivela un successo, infatti Disney da subito affida la gestione di Lucasfilm a Kathleen Kennedy, collega e amica di George Lucas, sotto la cui guida verrà continuata la saga di *Star Wars* a distanza di 10 anni dall'ultimo capitolo. I tre film pubblicati da Disney sono un successo commerciale e totalizzano una cifra vicina ai 5 miliardi di incasso, a fronte di una spesa complessiva inferiore al miliardo di dollari.

2014

Avviene la già discussa operazione di acquisizione di DirectTV da parte di AT&T, per la cifra di 48.5 miliardi di dollari (56.2 miliardi aggiustati all'inflazione. Da questo momento in poi i valori non verranno più aggiustati all'inflazione data la minima differenza rispetto ai valori al momento dell'operazione)

2016

AT&T annuncia l'intenzione di acquisire TimeWarner per 85.4 miliardi di dollari, l'operazione si concretizzerà solo due anni più tardi. A posteriori si può affermare che un po' per sfortuna (in particolare dovuta alla crisi pandemica) ed un po' per una non positiva gestione, l'operazione non si è rivelata un successo per AT&T, che due anni più tardi ha deciso di focalizzarsi sul proprio main business ponendo WarnerMedia al centro dell'operazione di fusione con Discovery, oggetto di questa tesi. WarnerBros

Discovery al momento della fusione aveva una capitalizzazione di mercato di 42 miliardi di dollari.

Nello stesso anno NBCUniversal acquisisce lo studio di produzione DreamWorks per 3.8 miliardi di dollari, ad oggi Dreamworks rappresenta uno dei principali produttori di film di animazione ed è sostanzialmente l'unico competitor significativo di Pixar, il celeberrimo studio fondato da Steve Jobs e attualmente appartenente a Walt Disney. NBCUniversal fa parte del gruppo Comcast dal momento dell'acquisizione avvenuta nel 2009 e descritta precedentemente.

2017

Walt Disney annuncia di voler mettere a segno il suo ultimo colpo acquisendo 21st Century Fox, lo studio di produzione che, tra le altre cose, possiede brand come The Simpsons e National Geographic. L'operazione si conclude solo nel 2019, per una cifra pari a 71.3 miliardi di dollari.

Nello stesso anno Discovery fa un'offerta finalizzata all'acquisizione di Scripps Networks, per una cifra pari a 14,6 miliardi di dollari. L'operazione può essere inquadrata in un'ottica di espansione orizzontale, infatti Scripps attraverso le sue sussidiarie Food Network, Travel Channel, Magnolia Production e Fine Living, si poneva come concorrente diretto nella produzione di contenuti unscripted (cioè privi di copione, ovvero non sceneggiati), ambito nel quale ad oggi Discovery è praticamente l'unico player operante. L'operazione verrà completata nel 2018.

2018

Comcast acquisisce Sky per 40 miliardi di dollari, conquistando sia una grossa posizione nel mercato della TV satellitare (soprattutto in Europa) sia uno dei più ampi cataloghi di contenuti nel settore. L'operazione contribuisce all'ascesa di Comcast verso una posizione di spicco del contesto competitivo.

2019

Avviene la già discussa fusione fra Viacom e CBS che insieme riescono a ritagliarsi una quota di mercato significativa sotto il nome, dal 2022, di Paramount Global.

2021

Discovery inc. ed AT&T ufficializzano l'accordo per la fusione fra Discovery e WarnerMedia, di proprietà di AT&T dal 2018. L'operazione prevede la fondazione di una nuova azienda, WarnerBros Discovery, posseduta al 29% da Discovery e al 71% da AT&T. L'operazione viene completata nel 2022, AT&T ha poi distribuito tutte le azioni della neonata WarnerBros Discovery ai suoi azionisti sotto forma di dividendo. Nel capitolo 3 verranno analizzati tutti i particolari relativi all'operazione.

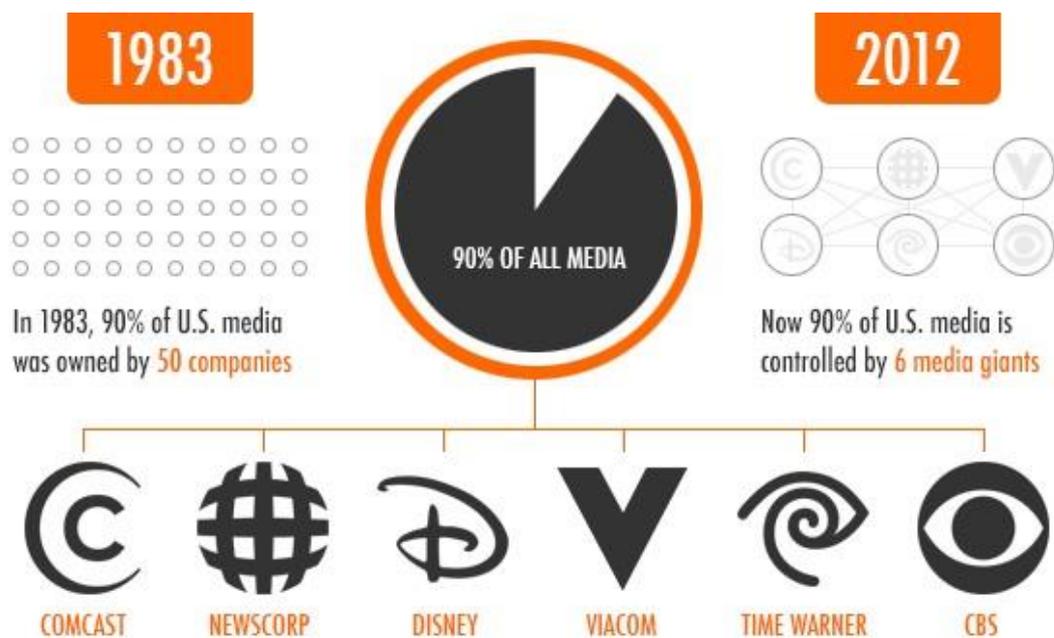
Nello stesso anno Amazon annuncia di voler acquisire MGM, storico studio di produzione cinematografica, manifestando quindi l'intenzione di voler entrare nel mercato della produzione di contenuti, aggiungendolo ad una vasta gamma di mercati già penetrati, fra cui quello dello streaming che presenta palesi possibilità di sviluppare sinergie.²⁷

3.3.1 Il contesto competitivo oggi

Come abbiamo appena visto, il contesto competitivo nel settore M&A è andato verso un lento percorso di concentrazione, tale per cui ad oggi, fra fallimenti, acquisizioni e fusioni, la stragrande maggioranza della produzione di contenuti è divisa fra pochi player: Walt Disney, WarnerBros Discovery, Netflix, Comcast, Paramount e Sony, alle quali si aggiungono Amazon ed Apple che negli ultimi anni stanno prepotentemente provando a penetrare il mercato, con discreto successo.

Di seguito si può osservare un'infografica (datata 2012) che evidenzia il processo di concentrazione in corso nel mercato M&E

²⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_mergers_and_acquisitions



[CRISISHQ.COM]

Oggi, successivamente all'ascesa di Netflix, alla fusione fra Viacom e CBS, la fusione fra Disney e NewsCorp (dopo il rebranding di quest'ultima in 21st Century Fox) e alla fusione fra WarnerBros (nella grafica chiamata col vecchio nome di TimeWarner) e Discovery, il mercato risulta ancora più concentrato rispetto al momento in cui è stata prodotta l'infografica.

In ordine di fatturato, i leader attuali sono i seguenti:

- 1- Comcast (120.6 miliardi)
- 2- Walt Disney (67.42 miliardi)
- 3- Netflix (29.5 miliardi)
- 4- Paramount (28.6 miliardi)
- 5- Warner Bros Discovery (11.8 miliardi)
- 6- Columbia, di Sony (9 miliardi)

4. WarnerMedia e Discovery, gli obiettivi della fusione

In questo capitolo dapprima si analizzeranno in profondità la storia delle aziende oggetto dell'operazione e gli attuali campi in cui operano, con un focus sulle prospettive per il futuro, in linea con quelle che sono le tendenze di un mercato in continuo cambiamento e in continuo adattamento. In un secondo momento verranno analizzati gli obiettivi che le aziende hanno intenzione di raggiungere in seguito alla fusione. Infine, verranno discussi i dettagli economici, finanziari e legali dell'operazione, tralasciando però la valutazione qualitativa e quantitativa della NewCo che verrà effettuata nel prossimo capitolo.

4.1. WarnerMedia

L'azienda nasce nel 1923 dai fratelli Albert, Jack, Harry e Sam Warner, di origini polacche, da cui l'azienda prende il nome originale di *Warner Bros. Pictures, Incorporated*. Successivamente per fini commerciali, i Warner collocheranno la data di nascita nel 1905, anno in cui effettivamente iniziarono la loro attività di distribuzione cinematografica in seguito all'acquisto di un proiettore e la conseguente proiezione di film, inizialmente in Ohio e Pennsylvania.



28

Il business dei fratelli Warner riscontra subito un incredibile successo, inizialmente

²⁸ In ordine da sinistra: Albert, Jack, Harry e Sam Warner, fondatori di Warner Bros

tramite la distribuzione di film muti, come *The Gold Diggers*, tratto dall'omonima opera teatrale. Il primo personaggio importante della storia cinematografica dei fratelli Warner è Rin Tin Tin, un cane addestrato per recitare nei film muti, che diventa uno degli asset più redditizi di quell'organizzazione informale che poi diventerà la WarnerBros. Le due innovazioni tecnologiche nel cinema che intercorrono durante i primi anni di vita dell'azienda sono le aggiunte del suono e del colore, che vengono aggiunti alla semplice pellicola per produrre film sempre più simili a quelli di che siamo abituati a vedere oggi. Il primo film con audio della storia è prodotto proprio dai fratelli Warner nel 1927 ed è "The Jazz Singer", grazie alla pionieristica visione di Sam Warner, il quale convinse i fratelli ad investire nel sonoro. Sam Warner purtroppo morirà il giorno precedente alla pubblicazione. Dopo solo due anni dalla distribuzione di *The Jazz Singer*, tutti i più grandi studi di produzione americani avevano interamente convertito la loro offerta in contenuti con audio, ponendo dunque fine all'era del cinema muto.

Negli anni della Grande Depressione la WarnerBros inizia ad avere i primi problemi, andando incontro a due annate pessime fra il 1931 e il 1932, dalle quali si riprende grazie alla produzione dei primi due film horror a colori della storia: *Doctor X* e *Mystery of the Wax Museum*.

Nel 1936 l'azienda vende tutti i suoi cinema in seguito ad un processo per monopolio in cui i fratelli Warner vengono accusati di voler creare un monopolio nel mercato dei cinema di Saint Louis. Il 1936 è anche l'anno in cui l'azienda torna profittevole.

Gli anni '30 sono anche il periodo in cui WarnerBros sviluppa Looney Tunes, una serie di cartoni che vede come protagonisti alcuni dei personaggi più emblematici della storia del cinema per bambini: Bugs Bunny, Porky Pig, Daffy Duck e Titti. Nel 1942 WarnerBros diventa il produttore di maggior successo nei cortometraggi animati, superando Walt Disney. Negli anni '40 si espande il catalogo dei cartoni animati con la nascita di Tom & Jerry, il cartone più popolare della storia di WarnerBros.

Negli anni '50 WarnerBros lancia le carriere di attori diventati poi icone del cinema, come Marlon Brando e James Dean. Nello stesso periodo inizia la collaborazione di successo con John Ford per la produzione di *Sentieri Selvaggi*. Negli anni '60 scoppia una grande crisi nel settore della produzione di contenuti, che colpì anche la concorrente principale Metro Goldwyn Mayer (oggi di proprietà di Amazon), WarnerBros si salva grazie alla distribuzione del famoso capolavoro *Il Dottor Zivago*,

tratto dall'omonimo romanzo e la cui colonna sonora diventerà un'icona del cinema che verrà anche insignita del Premio Oscar come miglior colonna sonora, che completerà la bacheca dei 5 Accademy Awards vinti dal film (insieme a sceneggiatura non originale, fotografia, scenografia e costumi). Nel 1967, quando ormai solo un fratello Warner è rimasto in vita (Jack. Harry morì nello stesso anno, Albert morì nel 1958 e Sam nel 1927), la società viene fusa con The Seven Arts, che acquista le quote di Jack Warner per 32 milioni di dollari. L'azienda cambia nome in Warner Communications e nello stesso periodo, grazie ad una serie di accordi con altre aziende possedute dalla conglomerata che possiede The Seven Arts, riesce ad ottenere il possesso di DC Comics, detentrici dei diritti, tra gli altri, di personaggi di fantasia come Batman, Superman e Wonder Woman. Nel 1969 verrà prodotto il primo episodio della saga Scooby-Doo insieme allo studio Hanna-Barbera, che poi verrà acquisito al 100% da WarnerBros. Negli anni '70 Warner Communications beneficerà del successo di Stanley Kubrik (del quale produrrà tutti i film da Arancia Meccanica in poi) e del successo del film "I 3 dell'operazione Drago" che consacrerà al grande pubblico la figura di Bruce Lee. Negli anni '80 la WarnerBros produce relativamente poco, a causa soprattutto di un accordo con Columbia che prevedeva la condivisione degli studi con una terza azienda fondata ad-hoc: The Burbank Studios. L'attività di Warner Communications in questi anni si concentra sulla produzione della saga di Superman, di Daffy Duck, della serie Scuola di Polizia e altre opere minori. Nel 1989 avviene il già discusso deal con Time Inc. per formare la Time Warner. La sua attività negli anni '90 e 2000 si concentra sulla produzione di serie che diventano cult, come Dawson's Creek, Smallville e 7° cielo (che detiene il record di serie tv familiare più longeva della storia) che vengono trasmesse sulla The WB Television Network, canale televisivo con target adolescenziale. Nel 1995 Time Warner si fonde con Turner. Dopo solo 5 anni viene acquisita da AOL²⁹, la quale, in seguito al crollo delle dot-com perderà gran parte della sua credibilità e sarà costretta strategicamente a cambiare il nome della neonata AOL-TimeWarner tornando al semplice Time Warner, nome che rimane tale fino al 2018.

Nel nuovo millennio TimeWarner produce alcuni dei capolavori più apprezzati della storia del cinema, come Harry Potter, Top Gun, Aquaman, Inception, Interstellar, le saghe relative al personaggio di Batman (The Dark Knight, Joker, Lego Batman, etc.)

²⁹ https://www.repubblica.it/online/tecnologie_internet/aoltime/fusione/fusione.html

e Il Signore degli Anelli.

Nel 2018 AT&T acquisisce TimeWarner e la rinomina WarnerMedia. Due anni dopo, nel maggio 2020, approfittando dell'emergenza dovuta alla pandemia da Coronavirus, viene lanciato HBO Max, il servizio di streaming attualmente con più iscritti negli USA dopo Netflix e Disney+. L'anno successivo, dopo che la crisi pandemica ha portato gli utili di WarnerMedia in territorio negativo, AT&T lancia l'operazione oggetto di questa tesi, della quale si discuterà più avanti in questo capitolo.

4.2. Discovery

L'azienda viene fondata nel 1982 sotto il nome di Cable Education Network da John Endricks a Bethesda, nel Maryland. Dopo un round di finanziamenti, l'azienda inizia a trasmettere contenuti dal 1985. Il nome Discovery appare per la prima volta nel canale "Discovery Channel" creato il 17 giugno stesso anno dalla Cable Education Network e subito diventato il prodotto di punta della loro offerta, inizialmente trasmettendo documentari.

Nel 1991 Cable Education Network acquisisce The Learning Channel, suo diretto concorrente nella produzione di documentari e la NewCo viene chiamata Discovery Communications.

Nel 1996 Discovery lancia una serie di nuovi canali che vanno ad ampliare notevolmente l'offerta al pubblico, fra questi si citano Discovery Kids, Animal Planet e Science Channel. Nel 1998 vengono sviluppati Discovery en Español, destinato al mercato sudamericano e ai latino-americani negli USA, Discovery Wings e Discovery Health Channel.

L'opera di accrescimento dell'offerta al pubblico continua con l'acquisizione di Eye on People Channel da CBS, rinominato poi Discovery People nel 1999, l'acquisizione di The Health Channel (concorrente di Discovery Health Channel) nel 2001, il quale viene poi rinominato FitTV.

Nel 2003 il quartier generale di Discovery si sposta da Bethesda a Silver Spring, rimanendo dunque nel Maryland. La sede principale di Discovery rimarrà Silver Spring fino al 2019, anno in cui l'azienda si trasferisce a New York, mantenendo

comunque una succursale a Silver Spring.

Nel 2006 diventa CEO David Zaslav, precedentemente Amministratore Delegato di NBCUniversal. Il nuovo CEO inizia un percorso volto a trasformare Discovery da una “cable company” ad una “content company”.³⁰

Nel 2009 viene lanciata una joint-venture con *OWN: The Oprah Winfrey Network*.

Dal 2009 al 2011 Discovery entra in un conflitto legale con Amazon, accusata di aver violato un brevetto di Discovery con la produzione dell’Amazon Kindle, Amazon risponde con una denuncia verso Discovery per la violazione di un brevetto riguardante un “internet-based customer referral system”. La controversia si risolve con un accordo tra le parti.

Nel 2016 Discovery inizia un tentativo di espansione verso il mercato asiatico tramite l’acquisizione di una quota di minoranza in VS Media, una società di distribuzione cinese.

Nel 2017 avviene la già discussa acquisizione di Scripps Network Interactive, tramite la quale Discovery diventa di fatto il più grande produttore di contenuti unscripted.

Nel 2020, sotto la spinta dell’emergenza pandemica, nasce Discovery+, ultimo tassello di un progetto volto alla focalizzazione del business verso una propria branca DTC.

4.3. Gli obiettivi della fusione

Il 16 maggio 2021 AT&T annuncia di essere arrivata ad un accordo con Discovery per la fusione di quest’ultima con WarnerMedia, all’epoca di proprietà di AT&T. Il giorno successivo Discovery ed AT&T comunicano i dettagli, le motivazioni e le previsioni future sulla fusione.

In una conference call presieduta dai CEO e CFO di AT&T e Discovery, datata 17 maggio 2021, le due aziende comunicano alla stampa e al pubblico le motivazioni che le hanno spinte a prendere la decisione di unire WarnerMedia con Discovery.

Le logiche su cui si basa l’accordo sono le seguenti:

- **Sblocco di valore per gli azionisti di AT&T**

Infatti, l’operazione ha consentito a questi ultimi di ottenere le azioni della NewCo

³⁰ <https://www.mediapost.com/publications/article/81311/zaslav-holds-to-growth-plan-at-discovery.html>

sotto forma di dividendo straordinario

- **Opportunità di crescita di lungo periodo per Discovery ed i suoi azionisti**

Grazie agli importanti asset acquisiti dalla fusione con WarnerMedia, come il catalogo di contenuti e i canali di distribuzione

- **Accelerazione della crescita delle piattaforme DTC HBO Max e Discovery+**

Grazie all'unione dei cataloghi nelle aree geografiche in cui le due piattaforme non sono concorrenti (come in Italia, dove non è usufruibile HBO Max ma è sottoscrivibile l'abbonamento a Discovery+)

- **Creazione di una delle librerie di contenuti più grandi al mondo**

Grazie soprattutto alla storia secolare di WarnerBros

- **Unione di contenuti e brand complementari e diversificati**

Infatti, a WarnerMedia mancava la produzione e distribuzione di contenuti unscripted nel suo immenso e diversificato catalogo di contenuti. Dall'altra parte Discovery invece era un'azienda estremamente focalizzata sul contenuto unscripted, dunque esposta ad un rischio maggiore in caso di crisi del settore

- **Aspettativa di generare sinergie per 3 miliardi di dollari all'anno**

Tali sinergie sono generate da due fattori principalmente:

- Discovery produce **contenuti unscripted**, questo permette a Discovery di avere a fine anno un Free Cash Flow operativo estremamente alto rispetto a competitor che fatturano fino a sette volte di più. Di questo si parlerà nel paragrafo successivo
- La condizione finanziaria di WarnerMedia non era delle migliori, al contrario il catalogo spaventosamente grande rappresentava un vantaggio competitivo non indifferente. Le passività di WarnerMedia verranno dunque finanziate tramite i flussi di cassa estremamente alti di Discovery

Entrambe le aziende presentano dei vantaggi competitivi non indifferenti. Quello che Warren Buffett chiamerebbe “*moat*”³¹, in italiano *fossato*.

Il fossato di Discovery è la produzione di contenuti **unscripted**, come citato prima. Un contenuto unscripted è un particolare tipo di contenuto che non ha un copione. Si tratta di serie tv non recitate, in cui i protagonisti sono persone reali coinvolte in scene di vita quotidiana. Se si pensa alla serie media trasmessa sui canali Discovery, infatti, saltano subito alla mente immagini di cuochi alle prese con la presentazione di una

³¹ <https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-explains-moat-principle-164442359.html>

ricetta, o di coraggiosi esperti di sopravvivenza in procinto di compiere una straordinaria impresa, o ancora di persone affette da patologie che vengono riprese in scene di vita quotidiana mentre convivono a fatica con i loro problemi non comuni. Tali contenuti non necessitano di costi di produzione elevatissimi, tuttavia la capacità di Discovery di attirare spettatori pronti a passare ore davanti alla TV o al PC permette all'azienda fondata nel Maryland di guadagnare cifre paragonabili a quelle di studi di produzione che producono contenuti estremamente più complessi e costosi. A rendere evidente questo vantaggio competitivo ci vengono in aiuto i bilanci passati. Discovery nel 2020, con un fatturato di 10.67 miliardi di dollari, ha generato un free cash flow di 2,37 miliardi. Nello stesso periodo Netflix, con un fatturato di 24.9 miliardi, è riuscita per la prima volta nella sua storia a produrre un flusso di cassa positivo a fine esercizio, quest'ultimo è stato pari a poco meno di 2 miliardi. Questo è causato dal fatto che Netflix, con lo scopo di creare un suo catalogo di contenuti in grado di contrastare i giganti della produzione, effettua molte spese in conto capitale per l'acquisizione di diritti e per finanziare la produzione dei propri contenuti. Nello stesso periodo, Walt Disney, complice anche la chiusura dei suoi parchi a tema, tramite la produzione e distribuzione di contenuti ha generato un fatturato di 70 miliardi con un free cash flow di 3.59 miliardi, comparabile con quello di Discovery

Il vantaggio competitivo di WarnerBros risiede invece nel fatto di avere una delle librerie più ampie e più di successo nella storia. WarnerBros al momento della fusione risulta essere il primo studio televisivo al mondo per produzione di contenuti e fatturato. Inoltre negli ultimi 12 anni, WarnerBros è stato nella top 2 degli studi cinematografici ordinati per incassi al box office per 11 volte.

Uno dei punti di forza di WarnerBros è anche il parco di brand detenuti, alcuni ancora poco sfruttati, come per esempio DC Comics, che pur essendo stata diretta concorrente di Marvel per tutta la sua storia, ad oggi sembra aver perso completamente la battaglia cinematografica con l'azienda fondata da Stan Lee, la quale sotto il controllo di Disney ha creato una delle produzioni cinematografiche di più successo nella storia: Il Marvel Cinematic Universe. La possibilità di sfruttare la disponibilità di brand come Batman e Superman può diventare un grande vantaggio competitivo dal momento in cui WarnerBros sarà in grado di investire in produzione grazie all'abbassamento del rischio finanziario dovuto alla grande generazione di cash flow di Discovery

Sempre nella conference call del 17 maggio 2021, sono stati sottolineati i vantaggi competitivi che emergerebbero dalla fusione fra le due aziende. Vantaggi che altrimenti non sarebbero esistiti se le due aziende fossero rimaste entità indipendenti.

Questi vantaggi sono:

- Formazione della più grande libreria scripted ed unscripted al mondo con 200mila ore di contenuti
- Fruibilità dei contenuti in più di 220 paesi ed in 50 lingue
- Diritti televisivi sportivi sugli sport più seguiti in Europa, Stati Uniti e America Latina

La fusione fra WarnerMedia e Discovery ha portato all'incontro di due delle piattaforme streaming più utilizzate negli USA e nel mondo: HBO Max e Discovery+. La prima si posiziona negli Stati Uniti subito dopo Netflix e Disney+, con 73 milioni di iscritti paganti al Q1 2022, in crescita di 4 milioni (di quasi il 6% quindi), continuando il periodo roseo anche nel trimestre successivo, mentre il leader del mercato, Netflix, ha perso 200mila utenti, mostrando i primi segni di maturità del business dopo aver raggiunto la quota mostruosa di 222 milioni di iscritti paganti. Discovery+ invece si posiziona sesto negli USA, con 22 milioni di iscritti paganti ed un servizio che risulta ovviamente più di nicchia per la natura del prodotto offerto. Le sinergie derivanti dalla fusione possono risiedere nel fatto che Discovery+ potrà essere proposto al pubblico di HBO Max come upselling, similmente a come avviene su Amazon Prime per i contenuti non proprietari. Inoltre nei mercati oltre il confine americano, il servizio HBO Max non è presente, questo comporta che il catalogo ampio di HBO possa confluire in Discovery+ nei mercati esterni. Il catalogo di HBO sembra essere un vantaggio competitivo molto importante, grazie al quale WarnerBros Discovery riesce a vendere abbonamenti ai suoi 73 milioni di iscritti paganti, per un ricavo medio per iscritto di 11.5 dollari, contro i soli 4,41 di Disney+ e secondo solo ai 14.78 di Netflix, leader del mercato investito dal first mover advantage.³²

Dal punto di vista di AT&T, che si libera delle passività di WarnerBros e si disinteressa del suo business, l'operazione ha un triplice scopo:

³² <https://www.cnn.com/2022/02/24/netflix-disney-hbo-max-other-streaming-services-subs-arpu-q4-2021.html>

- Concedere flessibilità finanziaria, richiesta per essere leader del mercato degli internet provider
- Focalizzazione del management sull'efficienza e l'efficacia della trasformazione di AT&T verso la tecnologia 5G
- Semplificazione delle tesi di investimento in AT&T e allineamento della propria posizione con le aspettative degli shareholders.

Come è stato accennato già in precedenza infatti, AT&T ha incontrato una leggera ostilità del mercato, scontando multipli più bassi rispetto ai competitor, a causa di una struttura conglomerata della cui i vantaggi risultavano poco chiari.

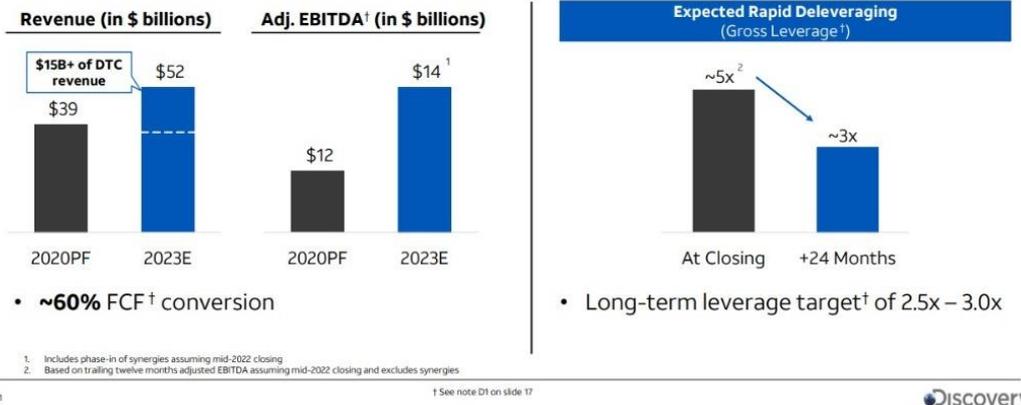
Dopo l'operazione, AT&T si aspetta una crescita nel basso range dei numeri a singola cifra in termini percentuali e un aumento dell'EBITDA e dell'EPS nel medio range dei numeri a singola cifra in termini percentuali, soprattutto grazie alla ridotta spesa in interessi grazie alla riduzione del debito (che verrà analizzata a breve).

Grazie alla cessione di WarnerMedia, AT&T si diceva sicura di poter migliorare sul piano

- Operativo: accelerando i suoi piani di espansione della propria rete 5G negli USA, tramite l'espansione della rete in fibra ottica, avendo maggiore flessibilità nelle scelte operative.
- Finanziario: distribuendo un dividendo attrattivo con un payout ratio stimato del 40-43% su un free cash flow superiore a 20 miliardi, con una riduzione netta del debito pari a 43 miliardi di dollari, tramite un eventuale buyback

Dunque dal punto di vista di AT&T l'operazione è stata semplicemente una focalizzazione verso il main business, focalizzandosi sull'innovazione nel settore principale dell'azienda e disinteressandosi di un business con il quale non presentava sinergie evidenti.

Il CEO ed il CFO di Discovery, che poi hanno mantenuto la propria carica in WarnerBros Discovery, hanno presentato anche il loro outlook per il 2023, anno in cui, a loro modo di vedere, si potranno notare i primi benefici derivanti dalle sinergie fra le due aziende



33

Si può dunque notare come il management creda fortemente nel business DTC, che nel 2023, secondo le stime proposte, arriverà a fruttare a WarnerBros Discovery circa 15 miliardi di dollari, derivanti principalmente da HBO Max e Discovery+. Inoltre è notevole l'aspettativa sul tasso di conversione in Free Cash Flow dell'EBITDA, infatti il management si aspetta che il 60% dell'EBITDA, che dovrebbe essere pari a 14 miliardi di dollari, verrà convertito in Free Cash Flow. Presumibilmente una somma così alta permetterà poi al management di effettuare l'opera di deleveraging pubblicizzata nella slide, infatti il CEO ed il CFO si aspettano una riduzione della leva finanziaria calcolata sull'EBITDA da 5x a 3x, rappresentando dunque quasi un dimezzamento del debito relativamente all'EBITDA.

³³ https://s27.q4cdn.com/187472364/files/doc_presentations/2021/ATT-Discovery-WM-05172021-FINAL.pdf

5. I dettagli della fusione

L'operazione di fusione fra WarnerMedia e Discovery è avvenuta sotto la forma legale del Reverse Morris Trust, regolamentata dalla sezione 355 del Internal Revenue Code statunitense.

5.1 Il Morris Trust e il Reverse Morris Trust

Il Reverse Morris Trust è un'operazione che trova il suo fondamento storico in un caso datato 1966 e denominato *Commissioner v. Mary Archer W. Morris Trust*, che trattava la fusione fra American Commercial Bank e Security Bank of Greensboro. Le due banche erano regolate, grazie a delle particolari leggi vigenti negli Stati Uniti, in due modalità differenti, infatti, la prima era una banca federale, mentre la seconda era nazionale. Il problema che ha originato il caso nasceva dal fatto che per la legge vigente in quel periodo, le banche nazionali non potevano possedere un dipartimento assicurativo se non in comuni con popolazione inferiore ai 5000 abitanti, mentre era consentito alle banche federali; infatti, American Commercial Bank possedeva una sezione assicurativa. Questo ostacolo costrinse dunque la banca federale coinvolta nella fusione a liberarsi del suo ramo assicurativo per completare l'operazione. L'ostacolo fu aggirato con la fondazione di una nuova società a cui American Commercial Bank aveva trasferito le attività assicurative in cambio delle azioni della stessa, subito dopo averne acquisite le azioni, American le ha distribuite ai suoi azionisti sotto forma di dividendo. Il tribunale ha stabilito che il requisito di continuità dell'interesse degli azionisti era soddisfatto perché gli azionisti di American Commercial Bank hanno ricevuto il 54% delle azioni della società risultante dalla fusione e, di conseguenza, il trasferimento è stato uno spin-off **non imponibile**. La percezione con il tempo è diventata che, a causa della mancanza di un interesse costante da parte degli azionisti, la regola del Morris Trust fosse utilizzata esclusivamente come dispositivo per **trasferire beni aziendali indesiderati senza incorrere in un'imposta a livello aziendale**. Fu per questo motivo che nel 1997 furono emanate dal Congresso delle regole chiamate *anti-Morris Trust* che regolavano l'attività di fusione, impedendo che se ne abusasse. Le regole di contenimento delle attività di Morris Trust sono regolamentate nella **sezione 355 (e) dell'Internal Revenue Code** e nel **Treasure Regulations 1.355-7**. Secondo tali regole, una scissione sarà imponibile a livello aziendale (ma non imposta a carico degli azionisti

riceventi le azioni sotto forma di dividendo) se la distribuzione fa parte di un piano in base al quale uno o più soggetti acquisiscono il 50% o più delle azioni della società distributrice o della società scissa.

Questo comporta che, mentre è ancora possibile effettuare una transazione Morris Trust, gli azionisti del partner della fusione devono ricevere meno del 50% delle azioni della società combinata, quindi il partner della fusione deve essere più piccolo della società con cui si unisce.

La differenza fra un Morris Trust ed un Reverse Morris Trust è che nel primo vengono distribuite le azioni della società prima della fusione, mentre nel secondo avviene uno spin-off della NewCo creata dal consolidamento fra la società creata per contenere le attività della società di cui vuole liberarsi l'azienda coinvolta e la società partner dell'operazione.

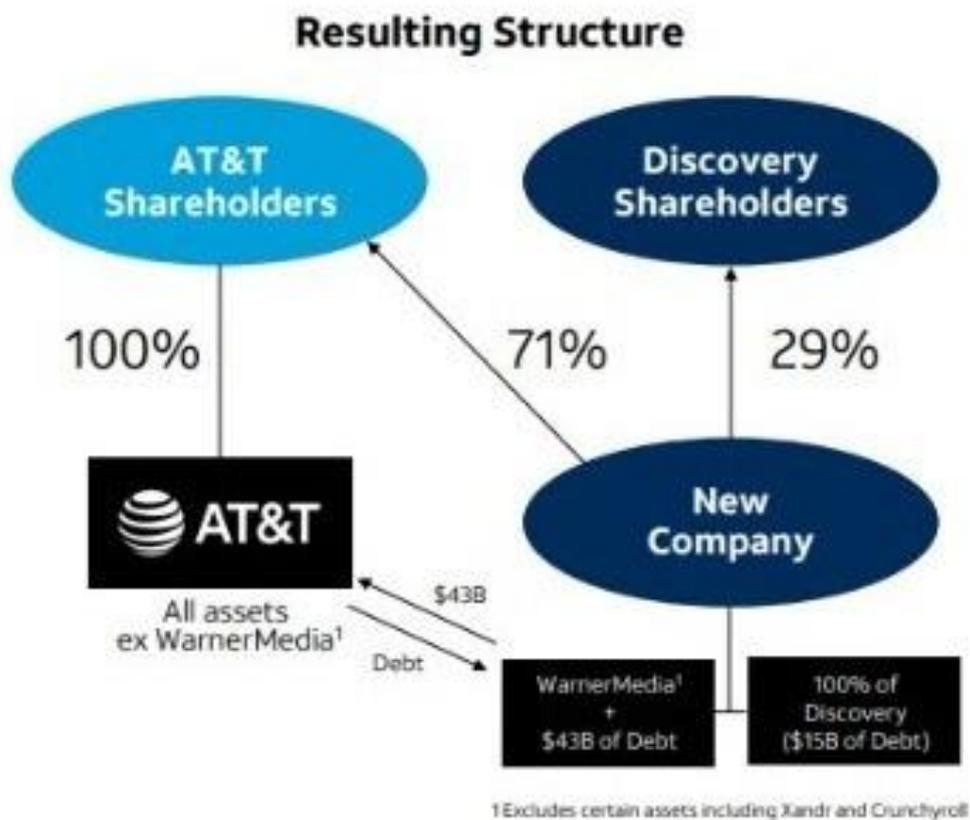
Un caso storico di Reverse Morris Trust è quello che ha coinvolto Verizon e FairPoint Communications: Verizon desiderava vendere le sue linee di accesso a FairPoint Communications. Invece di vendere semplicemente questi beni a FairPoint, caso nel quale Verizon sarebbe stata costretta a pagare una tassazione a livello corporate sugli utili generati, l'azienda ha creato una filiale a cui ha passato questi beni in cambio sue azioni. Verizon ha poi distribuito le azioni di questa nuova filiale, dopo la fusione di quest'ultima con FairPoint, ai propri azionisti. Le parti hanno quindi completato un Reverse Morris Trust, in cui gli azionisti originali di Verizon avevano una proprietà di maggioranza della società appena fusa e il management di FairPoint gestiva la nuova società. Verizon è stata in grado di cedere le proprie linee di accesso in modo esentasse e ha continuato a concentrarsi su attività wireless in maggiore crescita. Il caso di Verizon è analogo a quello di AT&T con Discovery.

5.2 Il Reverse Morris Trust fra AT&T e Discovery

Come accennato ad inizio capitolo, il caso WarnerBros Discovery è stato un esempio di Reverse Morris Trust. L'accordo finalizzato ha portato alla fondazione di una nuova società, con conferimenti da parte di AT&T corrispondenti al ramo aziendale

WarnerMedia. La nuova azienda contenente gli asset di WarnerMedia si è quindi fusa con Discovery per fondare una nuova powerhouse della creazione di contenuti: WarnerBros. Discovery.

L'accordo fra AT&T e Discovery prevedeva la cessione di WarnerMedia ad una nuova società fondata ad-hoc, questa società poi sarebbe andata a fondersi con Discovery (che conferisce alla nuova società la totalità dei propri asset) per formare la nuova WarnerBros Discovery, che sarebbe stata per il 71% di proprietà di AT&T e per il 29% di proprietà di Discovery. Affinché l'operazione fosse esentasse per AT&T, era indispensabile che questa rispondesse ai criteri del Reverse Morris Trust; dunque, la condizione necessaria e sufficiente era che tali azioni fossero distribuite ai propri azionisti sotto forma di dividendo, cosa che effettivamente è poi avvenuta.



La transazione prevedeva inoltre un pagamento da parte di Discovery di una somma pari a 43 miliardi di dollari nei confronti di AT&T, sotto la forma mista di contante, titoli di debito e la ritenzione di una parte di debiti di AT&T nella nuova WarnerBros Discovery.

Il management della neonata WarnerBros Discovery corrisponde al management di

Discovery prima della fusione, dunque anche in questo Reverse Morris Trust, come in quello di Verizon, la società oggetto di spin-out da parte della società madre “perde” il proprio management che viene sostituito da quello della società partner dell’operazione.

L’operazione ha permesso ad AT&T di liberarsi di WarnerMedia, di alleggerire la propria leva finanziaria per una somma pari a 43 miliardi di dollari e di non pagare tasse sulla cessione di WarnerMedia.

Discovery ha invece acquisito WarnerMedia, con un notevole debito che contribuirà allo scudo fiscale di WarnerBros Discovery. Inoltre, WarnerMedia, essendo in perdita al momento della finalizzazione dell’accordo, se dovesse mantenere la sua non profittabilità, potrebbe contribuire alla riduzione del carico fiscale di WarnerBros Discovery nei prossimi esercizi. Tuttavia, quest’ultima opzione risulta poco plausibile in quanto l’unico periodo di mancati profitti per WarnerMedia negli ultimi anni è stato causato dai lockdown dovuti all’emergenza pandemica, inoltre probabilmente Discovery si auspica che WarnerBros cresca nei prossimi anni, soprattutto grazie all’apporto della branca DTC rappresentata dalla piattaforma HBO Max. Il management di WarnerBros Discovery ritiene che nel 2023 la sola branca DTC di WarnerBros Discovery possa portare alla società 15 miliardi di fatturato.

6. Valutazione di WarnerBros Discovery

In questo capitolo verranno analizzati gli aspetti qualitativi e quantitativi della neonata WarnerBros Discovery. In primo luogo, verranno descritti dettagliatamente i principali asset di proprietà della nuova azienda, quindi verranno sottolineate le possibili sinergie fra essi. Inoltre, nella prima parte verrà presentato in maniera approfondita il management di WarnerBros Discovery, fornendo un breve sommario dei principali membri del Consiglio di Amministrazione dell'azienda. Nella seconda parte invece, WarnerBros Discovery verrà valutata utilizzando due metodi di valutazione: il DFC e il metodo dei multipli. Per quest'ultimo, WarnerBros Discovery verrà confrontata con le cinque concorrenti principali nella produzione di contenuti multimediali. Verrà tralasciata la descrizione del business e del vantaggio competitivo, nonostante sia fondamentale nell'analisi quantitativa di un business, in quanto già trattate dettagliatamente e profondamente nel Capitolo 4. Per lo stesso motivo non verranno analizzate nemmeno la quota di mercato, il posizionamento strategico e il mercato di riferimento in quanto trattate nel Capitolo 2

6.1 Valutazione qualitativa

Per effettuare l'analisi qualitativa di WarnerBros la base di partenza sarà l'interpretazione delle intenzioni di medio-lungo periodo del management dal punto di vista della cultura aziendale, della crescita, del posizionamento dei propri brand. Successivamente si analizzeranno i brand di proprietà dell'azienda e quindi i vantaggi competitivi e come questi siano inimitabili dai competitor.

“Discovery è stata creata oltre 35 anni fa con la missione di educare, informare e ispirare il pubblico sul mondo che ci circonda. In qualità di azienda orientata allo scopo che raggiunge oltre 1 miliardo di persone in tutto il mondo, portiamo avanti un profondo impegno a fare la differenza attraverso la narrazione che dia voce ai senza voce e agli sforzi generosi dei nostri diecimila dipendenti in tutto il mondo. Questo impegno è fondamentale per quello che siamo e sappiamo che

facciamo bene facendo del bene. Concentrarsi sugli ESG è fondamentale per il nostro successo e per questo siamo un'azienda più forte".³⁴ -David Zaslav, 2020

Così il CEO di WarnerBros Discovery descrive l'azienda da lui gestita. In effetti analizzando quello che è il business di Discovery possiamo osservare come il focus dei programmi prodotti e trasmessi dall'azienda non sia quello tipicamente proposto dai format classici delle altre aziende di produzione di contenuti, ma un contenuto che "da voce ai senza voce" come espresso dal CEO. In questa frase ad effetto dell'Amministratore Delegato dell'azienda, possiamo percepire non un maldestro tentativo di greenwashing ma una vera e propria dichiarazione del vantaggio competitivo che contraddistingue Discovery. Come è già stato ampiamente discusso nel Capitolo 4, Discovery presenta il vantaggio competitivo di essere leader assoluto della produzione di contenuti unscripted, riuscendo dunque a generare un flusso di cassa estremamente superiore alla concorrenza pur fatturando molto meno. Il tasso di conversione dell'EBITDA in Free Cash Flow di WarnerBros Discovery è il più alto in assoluto nel settore della produzione di contenuti multimediali.

6.1.1 Il Management

6.1.1.1 Il CEO

Il CEO dell'azienda è David Zaslav, subentrato a Judith McHale nel novembre 2006. Zaslav è nato da una famiglia ebrea polacca e ucraina a Brooklyn. All'età di otto anni si trasferisce nella contea di Rockland dove si diploma alla Ramapo High School. Fin da giovane assume ruoli di leadership, infatti diventa capitano della squadra di tennis della scuola.

Prende la sua prima laurea in Scienze alla Binghamton University. Successivamente, si laurea alla Boston University School of Law con un Juris Doctor conseguito con lode nel 1985. Dopo la laurea inizia la sua carriera come avvocato con LeBoeuf,

³⁴ https://corporate.discovery.com/environmental-social-governance/?ir_redirect

Lamb, Lieby e MacRae, all'epoca uno degli studi più importanti di New York con circa 700 avvocati.



La sua prima esperienza nel mondo della televisione arriva nel 1989, quando entra a far parte di NBC, nel ruolo di presidente della TV via cavo. Sotto la sua responsabilità vi erano canali come Bravo, CNBC World, SCI FI e tutte l'organizzazione dei canali che trasmettevano Olimpiadi e Giochi Olimpici Invernali. Fu uno dei pionieri di CNBC, media leader nella distribuzione di news economico-finanziarie sulla TV e via internet.

Da quando diventa CEO di Discovery. Zaslav inizia il suo percorso per trasformare l'azienda da una società di distribuzione via cavo ad una società di produzione di contenuti. Sotto la sua guida, Discovery ha lanciato alcune delle reti via cavo in più rapida crescita negli Stati Uniti, raggiungendo numerosi traguardi e ha costruito una collezione di marchi di livello mondiale e IP globali che hanno creato le basi per Discovery+.

Zaslav è stato inserito nella Cable Hall of Fame nel 2017 ed è membro della Cable TV Pioneers Class del 2018. Ha ricevuto il Robert F. Kennedy Human Rights Ripple

of Hope Award, la UJA-Federation of New York's Premio umanitario Steven J. Ross, Premio Fred Dressler Leadership della SI Newhouse School of Public Communications della Syracuse University e Premio Susan e SI Newhouse della speranza dell'Association of Frontotemporal Degeneration.

Zaslav fa parte dei consigli di amministrazione di American Cinematheque, Sirius XM Radio, Inc., National Cable & Telecommunications Association, The Cable Center, Grupo Televisa, Partnership for New York City e USC Shoah Foundation. È anche membro del Board of Trustees per il Paley Center for Media, il Mount Sinai Medical Center e la Syracuse University.

Nel maggio 2021, viene annunciato che Zaslav diventerà il CEO della NewCo che poi prenderà il nome di WarnerBros Discovery.

Il pacchetto retributivo di Zaslav include uno stipendio annuo di 3 milioni di dollari con un bonus annuale dipendente dalle performance che arriva fino a 22 milioni di dollari. Nella sua proroga del contratto, Zaslav ha anche ricevuto stock option per un valore di \$ 190 milioni.

6.1.1.2 II CFO

La direzione finanziaria di WarnerBros Discovery è nelle mani di Gunnar Wiedenfels. Wiedenfels si laurea in informatica aziendale presso l'Università di Mannheim nel 2003, subito dopo la laurea entra in McKinsey nel ruolo di engagement manager, che ricoprirà fino al 2009. Dal 2006 al 2008 frequenta un PhD in Entrepreneurship presso la RWTH Aachen University. Nel 2012 completa il suo curriculum accademico conseguendo un Master in Business Administration (MBA) presso l'IMD di Losanna.

Dopo l'MBA inizia a lavorare presso ProSeibenSat Media SE, a Monaco di Baviera, in Germania. Durante la sua permanenza, durata sette anni, l'azienda distrugge quasi sempre le stime degli analisti su utile, fatturato e margini. Sotto la sua guida le azioni di ProSeibenSat Media volano in borsa, tanto che l'azienda alla fine del suo mandato da CFO riesce ad entrare nel principale indice di borsa tedesco: il DAX, composto dalle 30 società con la capitalizzazione di mercato più alta della Germania.



35

Sotto la sua gestione Discovery porta a buon fine le due operazioni più importanti della storia di Discovery: l'acquisizione di Scripps e il Reverse Morris Trust con AT&T finalizzato alla fusione con WarnerMedia.

Oltre ad essere CFO di WarnerBros Discovery è Presidente dell'audit committee di SAP, leader della produzione di software per la contabilità aziendale.

6.1.1.3 Il Chief Revenue and Strategy Officer

La direzione strategica di WarnerBros Discovery è affidata a Bruce Campbell. Campbell supervisiona lo sviluppo aziendale, la distribuzione domestica, gli affari legali globali, gli affari commerciali e la gestione della produzione. Nel suo ruolo di Corporate Development, Campbell ha guidato l'ideazione e l'esecuzione di molte delle transazioni più importanti dell'azienda, inclusa la recente fusione con Warner Media e le acquisizioni di Scripps Networks Interactive, SBS Nordics ed Eurosport. Campbell ha anche negoziato investimenti significativi in Group Nine Media,

³⁵ <https://www.hollywoodreporter.com/business/business-news/discovery-cfo-gunnar-wiedenfels-warnermedia-merger-1234968367/>

Formula E e società di produzione britannica, All3Media, nonché in molte joint venture di Discovery, tra cui OWN, una partnership con Oprah Winfrey; la società di produzione e media digitale MotorTrend; e la rete Discovery Family con Hasbro.



36

Prima di entrare in Discovery nel 2007, Campbell è stato Executive Vice President, Business Development in NBCUniversal, dove era responsabile della pianificazione strategica e delle transazioni aziendali. Campbell ha svolto un ruolo fondamentale in una serie di acquisizioni di NBCUniversal, tra cui Telemundo nel 2002 e Vivendi Universal Entertainment nel 2004. Prima di lasciare NBCUniversal, Campbell ha rappresentato l'azienda nella negoziazione della joint venture di streaming con News Corp che poi sarebbe diventata Hulu, oggi di proprietà anche di Walt Disney. Campbell ha iniziato la sua carriera presso lo studio legale di Los Angeles, O'Melveny & Myers LLP, dove si è specializzato in diritto societario e dei titoli finanziari. Si è laureato alla Princeton University e ha conseguito un JD presso la Harvard Law School.

³⁶ <https://wbd.com/leadership/bruce-campbell/>

6.1.1.4 Il Chief People and Culture

Sebbene possa sembrare un ruolo meno importante rispetto ad altri più coinvolti nella gestione contabile e strategica dell'azienda, il responsabile delle risorse umane è un ruolo chiave perché, di concerto con gli strategist e il resto del management, stabilisce le linee guida della cultura aziendale e un buon lavoro da parte del reparto HR può portare l'azienda ad avere un vero e proprio vantaggio competitivo rispetto ai competitor.

Il Chief People and Culture Officer di WarnerBros Discovery è Adria Alpert Romm nel suo ruolo è responsabile dell'acquisizione, del mantenimento, della gestione e del benessere professionale generale della forza lavoro globale di Discovery, composta da oltre 10.000 dipendenti. Partner di lunga data e consulente di fiducia del Presidente e CEO di Discovery David Zaslav, la leadership, la visione e le iniziative migliori di Alpert Romm hanno coltivato, rafforzato e mantenuto la reputazione dell'azienda come datore di lavoro di prim'ordine socialmente consapevole e incentrato sulla famiglia. Entrata in Discovery nel 2007, Alpert Romm ha svolto un ruolo chiave nell'esecuzione di una significativa ristrutturazione aziendale, compreso un riallineamento della forza lavoro globale di Discovery, che ha concentrato l'organizzazione su crescita, prestazioni ed efficienza operativa.



Durante il suo periodo da capo delle risorse umane in Discovery, Alpert Romm ha implementato una serie di iniziative per lo sviluppo e il benessere dei dipendenti che hanno rafforzato la reputazione di Discovery come miglior posto di lavoro, come misurato da Fortune, Working Mother Magazine, Fatherly, Fast Company, Cable and Television Human Resources Association (CTHRA) e Women in Cable Telecommunications (WICT), che nel 2016 ha nominato Discovery Best Programmer for Women in Cable. I programmi di Alpert Romm, incluso il recente lancio di un congedo parentale retribuito avanzato e di una nuova politica di congedo retribuito per badanti per i dipendenti statunitensi, hanno ottenuto il riconoscimento di Discovery come l'azienda "più giusta" degli Stati Uniti d'America nel settore media, nell'ambito dell'inaugurale "Just 100 List" di Forbes nel 2016.

Più recentemente, ha svolto un ruolo chiave nell'integrazione di Scripps Networks Interactive nella famiglia Discovery. Da marzo 2018, ha ricoperto il ruolo di leader delle risorse umane e della trasformazione e integrazione culturale per l'acquisizione, dove si è concentrata sulla creazione di una forza lavoro pronta ad affrontare il mutevole panorama dei media, creando al contempo una cultura aziendale inclusiva che sia accogliente e di supporto a tutti dipendenti.

Prima di assumere il suo ruolo in Discovery, Alpert Romm ha trascorso più di 25 anni presso NBCUniversal, il suo ultimo ruolo in NBCUniversal è stato quello di Senior Vice President of Human Resources, supervisionando le divisioni NBC TV Network and Studio, NBC News e le reti via cavo, tra cui MSNBC, CNBC, USA , SCI FI e Bravo. Nella sua carriera nella NBC Universal, Alpert Romm ha ricoperto ruoli di vicepresidente delle risorse umane per la rete televisiva della NBC e le funzioni del personale della NBC, nonché vicepresidente delle risorse umane presso CNBC e MSNBC, dove ha supervisionato le funzioni delle risorse umane durante il lancio di MSNBC e ha giocato un ruolo chiave nell'integrazione di Bravo e Telemundo nella famiglia di aziende NBC.

Alpert Romm attualmente fa parte del consiglio di amministrazione di Motor Trend Group, OWN e della Emma L. Bowen Foundation (di cui è stata anche Presidente del Consiglio d'Amministrazione). Alpert Romm ha precedentemente fatto parte anche del consiglio di amministrazione di WICT.

Ad oggi il lavoro di Alpert Romm sarà fondamentale per sbloccare le sinergie di WarnerBros Discovery dal punto di vista del personale, in modo da poter integrare al meglio le risorse umane delle due aziende.

Alpert Promm ha conseguito un Bachelor Degree in Sociologia presso il Brooklyn College di New York.

6.1.2 Analisi delle principali attività di WarnerBros Discovery

Come accennato in precedenza, in questa sezione si analizzeranno i cinque più importanti asset di WarnerBros Discovery. In particolare, verrà effettuata una panoramica generale su ognuno di essi, analizzandone i punti di forza ed eventualmente le sinergie che potranno essere sfruttate in seguito alla fusione.

6.1.2.1 Warner Bros.

Come facilmente prevedibile, la principale attività di WarnerBros Discovery è proprio Warner Bros.

In questo paragrafo non verrà analizzata la storia della società fondata dai fratelli Warner in quanto essa è stata largamente e profondamente analizzata nel Capitolo 4 al paragrafo 4.1. In questo capitolo verranno però nuovamente citate le più importanti attività sottostanti la WarnerBros:

- WarnerBros Pictures: l'azienda è il leader mondiale della produzione cinematografica dopo Walt Disney. Negli ultimi 12 anni, WarnerBros Pictures ha prodotto per 11 volte almeno un film entrato nella top 2 dei film con più incassi al box office. Anche nel 2022 Warner Bros Pictures ha prodotto un film che ha sbancato al box office, infatti la sua produzione principale quest'anno è stata *Top Gun: Maverick* che è attualmente primo per ricavi al box office con 604 milioni di dollari
- WarnerBros Television Group: lo studio televisivo di WarnerBros produce per lo più serie tv e film che non sono destinati al cinema. Questa branca è la seconda più profittevole di WarnerBros e rappresenta un asset strategico per i progetti di espansione delle piattaforme di streaming HBO Max e Discovery+. WarnerBros Television Studios produce contenuti di punta anche per NBC, CBS, Fox, Netflix ed AppleTV+.

- Cartoon Network Studios: fra i leader del mercato dell'intrattenimento per bambini, preadolescenti ed adolescenti, Cartoon Network produce contenuti d'animazione fra i più popolari al mondo. Oggi dai Cartoon Network Studios vengono prodotti tutti i contenuti più famosi dei brand di Discovery, come Looney Toones e Scooby Doo. Negli ultimi anni una sussidiaria dei Cartoon Network Studios, Adult Swim, sta riscontrando un grandioso successo grazie alle sue opere di stand up comedy e la sua sitcom animata Rick e Morty.

6.1.2.2 Discovery Networks

Come per WarnerBros, anche per Discovery sono già state effettuate analisi accurate nel Capitolo 4, in particolare nel paragrafo 4.2. In questa sezione andremo ad analizzare alcuni dei più importanti brand posseduti dalla società, evitando ripetizioni con argomenti già trattati in altri capitoli.

- Discovery Channel Network: Discovery Channel raggiunge 431 milioni di case in 170 paesi. Discovery Communications offre attualmente 29 marchi di rete in 33 lingue. In diversi paesi, i canali di Discovery sono disponibili su piattaforme satellitari digitali con colonne sonore o sottotitoli in più lingue. In Italia Discovery Channel (e la sua versione HD) è distribuito via satellite da Sky Italia come parte del pacchetto documentari. Inoltre, l'Italia ha quattro canali a marchio Discovery trasmessi tramite la PayTV Sky: Discovery Science, Discovery Animal Planet e Discovery Travel and Living. Sul Digitale Terrestre Discovery possiede undici canali televisivi: NOVE, Real Time, DMAX, Giallo, Motor Trend, Food Network, HGTC e le reti per bambini K2, Frisbee, Boing (acquisito da Mediaset) e Cartoonito.
- Eurosport: presente anche in Italia, sia sul digitale terrestre che su Sky, Eurosport è una delle principali emittenti televisive degli sport di nicchia, come il tennis, il bowling o il tiro con l'arco. Nel 2018 ha ottenuto i diritti televisivi per le Olimpiadi in tutta Europa, nel 2022 ha ottenuto i diritti televisivi per le Olimpiadi in Francia e Regno Unito.
- Food Network: Food Network è un canale via cavo di base americano di proprietà di Television Food Network, GP, una joint venture tra Warner Bros. Discovery (che detiene una quota di proprietà del 69% della rete) e Nexstar Media Group (che possiede il restante 31%). Nonostante questa struttura

proprietaria, il canale dalla fusione viene gestito e operato come una divisione del Warner Bros. Discovery US Networks Group. Il canale trasmette programmi a episodi speciali e regolari su cibo e cucina.

6.1.2.3 CNN

CNN è uno dei principali canali di news negli Stati Uniti, trasmette le notizie più aggiornate in diretta in tutti gli Stati Uniti, in Canada, in Sudamerica, in Asia ed in India. Nel 2021 CNN è stato il terzo canale di news più visto negli USA dopo Fox News ed MSNBC. Oltre alle news, CNN opera come produttore di contenuti quali documentari e miniserie. Nel 2022 si è resa protagonista di un episodio particolarmente atipico: dopo un solo mese dalla pubblicazione della piattaforma di streaming CNN+, quest'ultima è stata ritirata dal mercato. Il motivo è che il nuovo management di WarnerBros Discovery non ha condiviso il piano strategico del precedente management di WarnerMedia, il quale prevedeva per CNN+ ambiziosi traguardi entro i primi mesi dalla pubblicazione. Il management di WarnerBros Discovery ha invece ritenuto uno spreco gli investimenti copiosi nella piattaforma

6.1.2.4 Home Box Office (HBO)

Home Box Office, noto al grande pubblico semplicemente come HBO, è il principale canale televisivo a pagamento negli Stati Uniti, nonché il primo in ordine cronologico, essendo nato nel 1972. Nel settembre del 2018 HBO riportava una quantità di iscritti pari a 35,65 milioni. Dal 2020 è stato lanciato il servizio HBO Max, contenente l'intero catalogo di HBO e buona parte di quella che all'epoca si chiamava WarnerMedia. Oggi HBO Max è il terzo servizio di streaming con più iscritti dopo Netflix e Disney+.

6.1.2.5 DC Entertainment

DC nasce nel 1937 come un'azienda di pubblicazione di fumetti. I capolavori pubblicati da DC sono diventati brand estremamente popolari, fra questi si possono citare Batman, Superman, Joker, Wonder Woman, etc.

Concorrente diretto di Marvel fin dai primi anni di attività, ad oggi entrambe appartengono ad un'azienda produttrice di contenuti, infatti Marvel è uno dei principali asset di Walt Disney, mentre DC appartiene a WarnerBros Discovery. La concorrenza con Marvel negli ultimi anni è stata molto difficile, infatti l'azienda

fondata da Stan Lee ha pubblicato, sotto la saggia guida di Disney, una quantità incredibile di contenuti, creando un filone narrativo che risponde al nome di Marvel Cinematic Universe. La risposta di DC è stata inizialmente pressoché nulla, salvo poi l'uscita di alcune saghe cinematografiche di immenso successo e alla pubblicazione di alcuni film come Aquaman, che ad oggi è nella top 10 dei film con i maggiori incassi nella storia (non attualizzati all'inflazione).

6.2 Valutazione quantitativa

Dopo aver effettuato l'analisi qualitativa di WarnerBros Discovery, per completare la profonda panoramica generale effettuata in questa tesi, adopereremo le tecniche esposte nel Capitolo 1 per calcolare il fair value di WarnerBros Discovery. In particolare verrà effettuata un'analisi dei multipli, confrontando WarnerBros Discovery con gli altri 5 giganti della produzione di contenuti, in seguito verrà effettuato un discounted cash flow utilizzando come input i dati derivanti dalle analisi effettuate dagli analisti di Wall Street.

6.2.1 Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli, come descritto nel Capitolo 1, consiste nel confrontare i multipli di mercato di aziende comparabili per poi applicarli ai dati di bilancio dell'azienda analizzata, con il fine di trovare un fair value di quest'ultima.

Il metodo dei multipli presenta delle criticità, infatti le aziende comparabili non sempre hanno un business perfettamente adiacente a quello dell'azienda analizzata, in secondo luogo, anche se queste dovessero essere perfettamente identiche all'azienda in questione, comunque i tassi di crescita, i margini e le dimensioni potrebbero differire, rendendo la stima imperfetta. Il metodo dei multipli inoltre potrebbe essere fallace in situazioni di bolla finanziaria, infatti un particolare settore potrebbe euforicamente prezzare una crescita irrealistica nel futuro, questo renderebbe i multipli molto alti e quindi fornirebbe stime promiscue sul valore attuale delle aziende analizzate, fornendo un fair value eccessivamente alto.

Per l'analisi di WarnerBros Discovery verranno analizzati i bilanci e gli andamenti azionari dei cinque principali competitor nella produzione di contenuti, ovvero le già

citare Netflix, Disney, Comcast, Paramount e Sony. Disney e Sony sono quotate al NYSE, mentre le altre tre sono quotate al Nasdaq, così come WarnerBros Discovery. Occorre una precisazione per quanto riguarda il caso Disney: l'azienda è l'unica fra quelle elencate a non essere riuscita a tornare ad avere dei dati di bilancio paragonabili a quelli del periodo pre-covid. Questa particolare situazione può essere inquadrata analizzando il modello di business di Walt Disney e le fonti di ricavi precedenti e correnti, infatti l'azienda fino al 2019 ha fatto dei parchi a tema una delle principali fonti di ricavi, costituendo questi, da soli, più del 30% del fatturato totale. L'emergenza pandemica ha portato praticamente a zero i ricavi provenienti dai parchi a tema; tuttavia, il mercato sembra non essersene preoccupato notevolmente, probabilmente prezzando un imminente recupero di tale branca d'attività e premiando Disney per l'incredibile spirito di adattamento dimostrato lanciando la piattaforma DTC Disney+ nel momento giusto. Gli investimenti dovuti allo sviluppo di quest'ultima sono un ulteriore peso per i bilanci della compagnia, pertanto nella comparazione dei multipli verranno effettuate due analisi: per entrambe useremo i dati di mercato attuali (prezzo), mentre per i dati di bilancio verranno computati dapprima i dati correnti (i quali però ci restituiranno dei multipli eccessivamente alti rispetto al resto dell'industria), in seguito verranno utilizzati i bilanci dell'esercizio 2019, ultimo prima dell'emergenza pandemica.

Di seguito la tabella mostra il prezzo delle azioni e le principali voci di bilancio dei concorrenti di WarnerBros Discovery. I dati sono aggiornati al 20/07/2022, i dati di bilancio si riferiscono alle ultime quattro trimestrali pubblicate, dunque agli ultimi 12 mesi noti (TTM, Trailing Twelve Months).

	(\$/share)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)
Company	Price	Mkt Cap	EV	Sales	EBITDA	EBIT	Earnings
The Walt Disney Company (NYSE:DIS)	96,39	174.316	212.160	76.624	10.634	5.537	3.498
Netflix, Inc. (NFLX)	196,08	84.821	92.540	30.402	19.468	6.544	5.006
Comcast Corporation (Nasdaq: CMCSA)	40,76	181.620	268.910	120.190	37.692	23.702	14.221
Paramount Global (Nasdaq: PARA)	24,66	16.038	29.440	28.502	5.875	5.488	1.963
Sony (NYSE: SONY)	83,18	102.835	106.980	72.138	14.270	8.211	6.792

Da questa tabella possiamo immediatamente ottenere i quattro multipli più noti e più adatti alla valutazione di WarnerBros Discovery. Infatti si tratta di EV/Sales che che

confronta il valore dell'azienda (quindi capitalizzazione di mercato più debiti meno cash) ai ricavi prodotti nell'ultimo anno, l'EV/EBITDA che invece confronta il valore dell'impresa con il margine operativo lordo (in inglese EBITDA, ovvero Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), l'EV/EBIT che confronta il valore aziendale con il reddito operativo ed infine il classico P/E che confronta il prezzo con l'utile per azione.

Di seguito si osservano i valori opportunamente ordinati, dai quali estrapoliamo media e mediana

Company	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
The Walt Disney Company (NYSE:DIS)	2,8x	20,0x	38,3x	49,8x
Netflix, Inc. (NFLX)	3,0x	4,8x	14,1x	16,9x
Comcast Corporation (Nasdaq: CMCSA)	2,2x	7,1x	11,3x	12,8x
Paramount Global (Nasdaq: PARA)	1,0x	5,0x	5,4x	8,2x
Sony (NYSE: SONY)	1,5x	7,5x	13,0x	15,1x
Average	2,1x	8,9x	16,4x	20,6x
Median	2,2x	7,1x	13,0x	15,1x

Come anticipato, per il caso Walt Disney, che ovviamente altera i valori generali, utilizzeremo i dati dell'esercizio 2019, non impattati dall'emergenza covid.

Questi vengono riportati nella seguente tabella:

	(\$/share)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)
Company	Price	Mkt Cap	EV	Sales	EBITDA	EBIT	Earnings
The Walt Disney Company (NYSE:DIS)	96,39	174.316	212.160	69.570	14.814	10.647	11.054
Netflix, Inc. (NFLX)	196,08	84.821	92.540	30.402	19.468	6.544	5.006
Comcast Corporation (Nasdaq: CMCSA)	40,76	181.620	268.910	120.190	37.692	23.702	14.221
Paramount Global (Nasdaq: PARA)	24,66	16.038	29.440	28.502	5.875	5.488	1.963
Sony (NYSE: SONY)	83,18	102.835	106.980	72.138	14.270	8.211	6.792

Sebbene l'esercizio 2019 sia l'ultimo in condizioni di "normalità" per Walt Disney, l'utile di Walt Disney risulta più alto dell'EBIT, in quanto esso è stato impattato da un rimborso fiscale. Tuttavia, considerato il fatto che Disney, a causa delle grosse spese per la produzione di contenuti che è costretta ad affrontare, cresce costantemente ma seguendo un andamento ciclico, questo vantaggio fiscale è un contrappeso che stabilizza gli utili rispetto alla negatività dell'esercizio 2019 che, pur

vedendo un aumento dei ricavi, ha visto una riduzione dell'utile, probabilmente per alcune produzioni particolarmente costose affrontate in quel periodo.

Premesse queste informazioni doverose, la nuova tabella dei multipli derivante dall'aggiustamento dei dati di Disney, risulta così composta:

Company	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
The Walt Disney Company (NYSE:DIS)	3,0x	14,3x	19,9x	15,8x
Netflix, Inc. (NFLX)	3,0x	4,8x	14,1x	16,9x
Comcast Corporation (Nasdaq: CMCSA)	2,2x	7,1x	11,3x	12,8x
Paramount Global (Nasdaq: PARA)	1,0x	5,0x	5,4x	8,2x
Sony (NYSE: SONY)	1,5x	7,5x	13,0x	15,1x
Average	2,2x	7,7x	12,8x	13,8x
Median	2,2x	7,1x	13,0x	15,1x

Si può immediatamente osservare come i multipli di bilancio ora siano decisamente più contenuti. Inoltre, possiamo notare come ancora Disney sconti dei multipli più alti rispetto al proprio valore aziendale, questo perché la composizione finanziaria di Disney è più esposta al debito rispetto alle altre concorrenti, eccetto Comcast che però, operando principalmente in un settore con margini più bassi come quello delle telecomunicazioni, sconta dei multipli fisiologicamente più bassi, soprattutto dal punto di vista dell'EBITDA, il quale non è impattato dagli ammortamenti e dai deprezzamenti delle grosse infrastrutture fisiche possedute dall'azienda.

Finita l'analisi dei multipli delle aziende concorrenti, adesso si può passare all'analisi di WarnerBros Discovery, con il fine di calcolare il fair value delle azioni di quest'ultima.

	(\$/share)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)
Company	Price	Mkt Cap	EV	Sales	EBITDA	EBIT	Earnings
WarnerBros Discovery (Nasdaq: WBD)	14,72	35.210	44.120	12.558	7.912	2.435	1.322

Già osservando questi dati si può intuire che WarnerBros Discovery non sembra avere dei multipli particolarmente interessanti, un'analisi basata solo su questi numeri porterebbe quasi chiunque alla sentenza di sopravvalutazione, considerando l'azienda nata dalla fusione dei due colossi tutt'altro che invitante a fini di investimento. Infatti,

il calcolo ci conferma che i multipli di WarnerBros Discovery sono decisamente alti rispetto a tutti gli altri concorrenti, infatti esso ci porta i seguenti risultati:

Company	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
WarnerBros Discovery (Nasdaq: WBD)	3,5x	5,6x	18,1x	26,6x

Tuttavia, i dati di bilancio in nostro possesso (in quanto pubblicati sul sito di WarnerBros Discovery) riportano solo l'ultimo trimestre di WarnerBros Discovery, gli altri tre trimestri considerati tengono conto del solo bilancio di Discovery, come azienda a sé stante.

Non risulta quindi sensato adoperare questi dati di bilancio per valutare WarnerBros Discovery. Decisamente più giustificato sarebbe invece basare l'analisi sulle stime degli analisti per i primi 12 mesi di WarnerBros Discovery come azienda unica, proiettando quei dati con i multipli attuali del settore, analizzati in precedenza. Di seguito si riporta la tabella aggiornata in base a quanto detto:

	(\$/share)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)	(\$M)
Company	Price	Mkt Cap	EV	Sales	EBITDA	EBIT	Earnings
WarnerBros Discovery (Nasdaq: WBD)	14,72	35.210	81.194	48.176	10.510	1.252	1.473

I relativi multipli dunque sono i seguenti:

Company	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
WarnerBros Discovery (Nasdaq: WBD)	1,7x	7,7x	64,9x	23,9x

Come si può vedere, le stime degli analisti ci forniscono dati discordanti, infatti, sebbene il fatturato sarà quadruplicato rispetto all'attuale di Discovery, comunque, a causa di alcuni ammortamenti e deprezzamenti riconducibili a WarnerBros, l'utile sarà fortemente impattato, risultando praticamente uguale a quello attuale di Discovery, almeno per i primi due esercizi. Come si vedrà in seguito col il modello Discounted Cash Flow, i flussi di cassa, tuttavia, rimarranno positivi e costantemente crescenti anche nei prossimi esercizi. Come è stato già espresso in precedenza nella tesi, il punto forte di forza di WarnerBros Discovery è proprio la capacità di generare grandi quantità di Cash Flow grazie al CapEx decisamente basso rispetto alla

concorrenza.

Per concludere l'analisi dei multipli, la valutazione di WarnerBros Discovery risultante dai multipli del settore osservati è la seguente:

Multiplo utilizzato	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Media
Entreprise Value	104511	81384	15977		67290,53
Equity Value				20267	20267,12

Computando i valori derivanti dall'analisi dei quattro multipli osservati, risulta una media di 67,62 miliardi di dollari di Enterprise Value e 20,52 miliardi di dollari di equity value. Stanti questi numeri, WarnerBros Discovery risulta sopravvalutata sia per quanto riguarda l'Enterprise Value, sia per quanto riguarda l'Equity Value.

6.2.2 Discounted Cash Flow

Il metodo dei multipli, sebbene ci fornisca una discreta stima del valore di un'azienda rapportata al resto del settore di appartenenza, è ovviamente fallace. Nessuna azienda è uguale ad un'altra, come è stato possibile notare dall'analisi dei multipli appena effettuata, le aziende, anche in uno stesso settore, possono seguire dei cicli diversi, possono avere dati di bilancio profondamente contrastanti e alcune situazioni straordinarie possono portare ad una distorsione completa dei multipli, alterando dunque la valutazione.

Il modello principe della finanza, il Discounted Cash Flow, permette di trascendere la valutazione relativa e di valutare un'azienda in base alla sua reale capace di generare denaro, prescindendo dal settore di appartenenza e da altri fattori che non siano inclusi nel bilancio. Per applicare il Discounted Cash Flow occorre prima valutare il WACC di WarnerBros Discovery, a tal proposito viene in soccorso il Bloomberg Terminal, che fornisce un valore di 9,35% per il WACC di Discovery, ottenuto computando il costo del debito e il costo dell'equity dell'azienda, ponderando entrambe le componenti in base al loro peso sull'Enterprise Value.

La seconda fase del DCF è stimare i flussi di cassa dell'azienda. A tal proposito verranno utilizzate le stime degli analisti, delle quali verrà calcolata una media per ciascun anno a cui sono riferite. La terza fase sarà dividere i flussi di cassa futuri per il WACC elevato al numero di anni passati rispetto all'anno in corso (2022).

L'ultima fase sarà quella di calcolare un terminal value basato sulla crescita che ci si

aspetta dall'azienda dall'ultimo anno coperto dagli analisti fino all'infinito. È opportuno a tale fine stimare due differenti fasi di crescita, uno per uno stage di crescita più vicino all'epoca attuale e l'altro per una fase di crescita più lontana nel tempo.

Effettuati tutti i calcoli appena citati, supponiamo tre casi:

- Bear case, con un WACC del 13% e un Terminal Value stimato su un tasso di crescita dello 0%
- Standard case, con un WACC del 11% e un Terminal Value stimato su un tasso di crescita del 2%
- Bull Case, con un WACC del 9% e un Terminal Value stimato su un tasso di crescita del 3%

Data questa introduzione, i valori risultanti sono i seguenti:

BEAR CASE	2023	2024	2025	2026	TV 2026
Flusso di cassa stimato	4946	7772	8576	8851	68087
Valore attuale del flusso di cassa	4416	6087	5943,70	5429	36955
VAN (Entreprise Value)	63754				
VAN (Equity)	17770				

STANDARD CASE	2023	2024	2025	2026	TV 2026
Flusso di cassa stimato	4946	7772	8576	8851	98348
Valore attuale del flusso di cassa	4456	6308	6271	5831	58365
VAN (Entreprise Value)	87624				
VAN (Equity)	41640				

BULL CASE	2023	2024	2025	2026	TV 2026
Flusso di cassa stimato	4946	7772	8576	8851	147522
Valore attuale del flusso di cassa	4538	6542	6622,35	6271	95879
VAN (Entreprise Value)	126496				
VAN (Equity)	80512				

Data la buona capacità di generare flussi di cassa, possiamo presupporre che WarnerBros Discovery non effettuerà aumenti di capitale nel prossimo periodo, al contrario potrebbe addirittura effettuare dei buyback che andrebbero a ridurre il numero di azioni in circolazione, facendo quindi aumentare il prezzo della singola azione. Tuttavia, data l'imprevedibilità di questo fattore, supponiamo che non avverranno né buyback né aumenti di capitale. Ne risulta che, data l'attuale

capitalizzazione di mercato, Discovery WarnerBros risulta sottovalutata nel caso Standard ed in quello Bull, infatti, l'attuale capitalizzazione di mercato è di 35,21 miliardi di dollari, mentre nello Standard Case case, in cui si suppone una crescita solo del 2% dal 2026 in poi, il valore dell'equity risultante è di 41,64 miliardi di dollari, superiore del 18.2% rispetto al prezzo attuale. Nel Bear Case, supponendo un WACC molto più alto rispetto a quello attuale, quindi in uno scenario inflazionistico che continua a salire nonostante gli interventi della Federal Reserve che sarà dunque obbligata ad aumentare ulteriormente i tassi di interesse di riferimento, con una crescita proiettata di 0 punti percentuali, WarnerBros Discovery risulta sopravvalutata, con un valore attuale inferiore del 49% rispetto a quello effettivamente prezzato dal mercato. Tuttavia questo scenario risulta poco probabile, almeno stando a quanto dichiarato dalle principali banche di investimento ed istituti di analisi, che ritengono l'inflazione un problema che non durerà oltre il 2023.

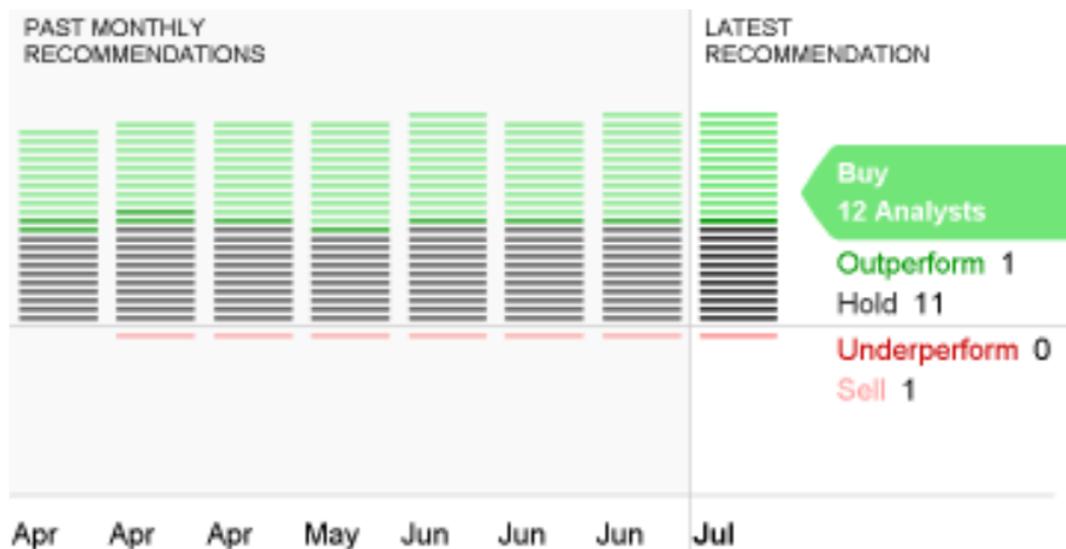
6.2.3 Conclusioni

Le analisi effettuate ci hanno fornito dati contrastanti. Ad una forte sopravvalutazione utilizzando il metodo dei multipli, è seguita una discreta sottovalutazione utilizzando il metodo del discounted cash flow. Gli analisti di Wall Street concordano che WarnerBros Discovery sia fortemente sottovalutata; infatti, il price target ad un anno per le azioni della neonata azienda è mediamente di 26,50 dollari ad azione, con un upside dell'81,4% rispetto alla valutazione attuale, mentre il price target minimo è di 9,00 dollari ad azione, con un upside dell'81,4% rispetto ai valori attuali. Infine il price target più alto fornitoci dagli analisti delle banche di investimento è di 52,00 dollari ad azione, con un upside del 255% rispetto ai valori attuali.

Il seguente grafico, tratto da CNN (che tra l'altro, come è stato analizzato nell'analisi qualitativa dell'azienda, è di proprietà di WarnerBros Discovery), sintetizza quanto appena scritto.



Inoltre, gli analisti spesso forniscono un rating ad ogni azione analizzata che può essere buy, sell o hold, questi tre rating indicano rispettivamente che l'analista ritiene che l'azione sovraperformerà il mercato, che lo sottoperformerà o che performerà in maniera simile. Per quanto riguarda gli analisti che coprono WarnerBros Discovery, i rating affidati all'azienda sono 12 buy, 11 hold ed un solo sell (che probabilmente è lo stesso analista che ha affidato un price target di 9 dollari ad azione), come si può osservare dal seguente grafico estrapolato dal sito di CNN:



Le valutazioni effettuate, unite ai report degli analisti, ci suggeriscono che, sebbene sia indubbia la capacità di generare flussi di cassa positivi e costantemente crescenti da parte di WarnerBros Discovery, il mercato sta prezzando la forte incertezza

sull'esito della fusione, un alto rischio macroeconomico (recessione, aumento dei tassi, etc.) e un generale pessimismo che sta colpendo indistintamente tutte le azioni quotate sui principali listini internazionali.

Bibliografia e sitografia

- *Investment Banking Valuation, Leveraged Buyout, and Merger and Acquisition*, Joshua Rosenbaum, Joshua Perl
- *Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*, Paul Pignataro
- *La valutazione delle sinergie nelle operazioni di M&A*, Mocciaro Li Destri A., Picone P.M
- *Intermediari finanziari*, F.S. Mishkin, S.G. Eakins, Elena Beccali
- *Economia Industriale*, Carlo Scognamiglio Pasini
- *Principi di finanza aziendale*, Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro
- *Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*, Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin
- *Mergers & Acquisitions*, Maurizio Dallochio, Gianluigi Lucchini, Marco Scarpelli
- *M&A Mergers & Acquisitions. Fusioni & acquisizioni*, Ezio Tartaglia e Maurizio D'Albora
- *Crescere attraverso fusioni e acquisizioni: aspetti di governance e implicazioni strategiche*, Stefano Bresciani

- *Corporate Finance Institute, “M&A”*
- *Il Sole 24 Ore, “scalate ostili e pillole avvelenate”*
- *Deloitte, “tax adding value in M&A”*
- *Trade.gov, “Media and entertainment, Industry Overview”*
- *Investopedia, “how exactly movies make money”*
- *Fool.com, “media stocks, the big 6”*
- *Financial Times, “Digital is reshaping the world of advertisement”*
- *Cnn.com “Coronavirus stay at home stocks”*
- *Bain.com “Media M&A report”*
- *Apnews “list of M&A in media sector”*
- *Wikipedia “list of largest M&A”*
- *Repubblica “fusione AOL WarnerMedia”*
- *Finance.yahoo.com “Buffett explains moat principle”*
- *CNBC “Disney, HBO Max, Netflix subs and ARPU”*
- *WBD, Paramount, Disney, Sony, Comcast, Netflix – “dati finanziari”*