



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de Netflix Inc.

Autora: Cecilia Ragalli

DNI: 35.249.429

Director del Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Ciudad de Buenos Aires, 07 de diciembre de 2022

Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo se realizó un análisis profundo de Netflix Inc., compañía de entretenimiento líder a nivel mundial y pionera en la industria de VoD, con el objetivo de establecer lineamientos para abordar su valuación mediante los métodos de descuento de flujo de fondos y de valuación por múltiplos de compañías comparables al 31 de diciembre de 2021, fecha del último cierre de ejercicio.

La firma tiene presencia en más de 190 países, a lo largo y ancho del mundo, y el 44% de sus ventas provienen de la región de Norte América, el 33% de Europa, Medio Oriente y África y el 22% restante de América Latina, Asia y el Pacífico.

En una primera instancia, se describió el negocio, el volumen de sus ventas, su capacidad para generar resultados, sus márgenes operativos y se analizó la evolución de la empresa en los últimos 5 años. De allí surgió que, durante ese período, la firma experimentó un crecimiento fuerte y sostenido, tanto en sus ventas, que crecieron a un CAGR del 26%, como sus márgenes operativos que crecieron 300 puntos básicos año tras año, alcanzando niveles del 21% en 2021. No obstante, hacia fines del 2021 comenzaron a aparecer algunos indicios de la creciente dificultad de Netflix para sostener el ritmo de crecimiento que venía experimentando. Sus ventas se debilitaron y la cantidad de nuevos suscriptores, su principal fuente de rentabilidad, también demostró algunas complicaciones. A la fecha de elaboración de este trabajo, ya se contaba con los resultados del segundo semestre del año 2022, donde se confirmaron las debilidades incipientes del 2021, ya que la compañía perdió cerca de 1.200.000 suscriptores y sus ventas interanuales del semestre crecieron sólo un 9% en comparación con el 2021, en línea con la inflación global, también mostrando ciertas dificultades.

Valuación de Netflix Inc.

Del análisis de la industria surgió, claramente, cómo se incrementó la competencia de Netflix en los últimos años. Si bien fue pionera en sus comienzos en el mercado de VoD, lo que le permitió tomar impulso y crecer durante algunos años por encima de otras industrias del rubro, con el correr del tiempo, aparecieron nuevos jugadores y, en algunos casos, como Disney y HBO, pasaron de ser sus proveedores de contenido a ser competidores directos. Esto generó algunas dificultades para la compañía y una consecuente pérdida de cuota de mercado.

Sin embargo, mediante el análisis financiero de Netflix, se demostró que se trata de una firma con una gran capacidad para rentabilizar sus ingresos y sin problemas crediticios ni de liquidez. De hecho, se encuentra cancelando sus deudas y con menores necesidades de financiamiento, con lo cual su patrimonio va ganando terreno en su estructura de capital.

Por último, y sobre la base de todo el recorrido de este trabajo, se realizó la valuación mediante dos métodos diferentes y complementarios: el descuento de flujo de fondos disponibles para la firma y la valuación por múltiplos de compañías comparables. El primero de ellos, arrojó en su escenario base, un precio de la acción de USD 314, por debajo del precio de mercado a la fecha de USD 602. Con el análisis de sensibilidad, que considera un escenario optimista con un crecimiento de las ventas por encima de la industria y una evolución de los márgenes operativos en línea con lo que la compañía sugiere, y otro pesimista, con ventas proyectadas por debajo de la industria y márgenes estancados en el 20% actual, el rango de precios se amplió desde USD 214 a USD 471. Con el segundo método de valuación, que se basó en el múltiplo de EV/EBITDA (valor de la empresa sobre los resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) se demostró que, si bien Netflix posee mejores ratios que sus competidores, los precios obtenidos resultaron más bajos que los valuados por el mercado en ese momento, de USD 282 a USD 368, aún utilizando un rango de precios mayores al promedio. Con todo esto, el presente trabajo

Valuación de Netflix Inc.

concluye que las expectativas del mercado, al 31 de diciembre 2021, eran más favorables que las utilizadas para realizar esta valuación.



Universidad de
San Andrés

Índice

<i>Resumen Ejecutivo</i>	2
<i>Glosario</i>	7
<i>1. Descripción del Negocio</i>	11
1.1. Historia de la compañía	16
1.2. Capital accionario	19
1.3. Segmentos operativos	21
1.3.1. UCAN	22
1.3.2. EMEA	24
1.3.3. LATAM	26
1.3.4. APAC	27
1.4. Estrategia y perspectivas de crecimiento	28
1.5. Costos y Productividad	31
<i>2. Industria y competencia</i>	34
2.1. Definición de la Industria	34
2.2. Modelos Comerciales de la Industria de Video-on-Demand	36
2.3. Tamaño de Mercado y Proyecciones	37
2.4. Tendencias de la industria	41
2.5. Principales Participantes	42
2.5.1. Amazon Prime Video	42
2.5.2. Disney	44
2.5.3. Apple TV	46
2.5.4. HBO Max	47
2.5.5. Paramount+	48
<i>3. Análisis Financiero</i>	51
3.1. Indicadores de Rentabilidad	51
3.2. Indicadores de Gestión Operativa o de Actividad	59
3.3. Estructura de Capital y Endeudamiento	60
3.4. Indicadores de la Industria	63
3.5. Comparación con pares del mercado	68
<i>4. Valuación</i>	70

Valuación de Netflix Inc.

4.1.	Valuación por flujo de Fondos Descontados (DCF).....	70
4.1.1	Flujo de fondos disponible para la firma (DCF).....	72
4.1.2	Tasa de descuento	82
4.1.3	Valor Terminal.....	89
4.1.4	Resultados de la valuación por DCF.....	90
4.2.	Valuación por múltiplos de empresas comparables.....	93
5	<i>Bibliografía</i>	97
5.1	Bibliografía Académica	97
5.2	Informes y Reportes.....	97
5.3	Sitios web.....	98
6	<i>Anexo A: Gráficos de los Betas de los Competidores</i>	100
7	<i>Anexo B: Flujo de fondos disponible para la firma – Escenario Base</i>	102
8	<i>Anexo C: Flujo de fondos disponible para la firma – Escenario Optimista</i>	103
9	<i>Anexo D: Flujo de fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista</i>	104



Valuación de Netflix Inc.

Glosario

APAC: Asia y el Pacífico

ARPU: del inglés, *Average Revenue per Membership*. Significa ingreso promedio por miembro.

CAGR: del inglés, *compound average growth rate*, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

CAPEX: del inglés, *capital expenditures*. Son inversiones de capital.

CAPM: del inglés, *Capital Asset Pricing Model*. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

COVID-19: Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2 que apareció en 2019 en todo el mundo.

CLV: del inglés, *Customer Lifetime Value*. Significa valor de por vida del cliente. Surge de calcular los ingresos brutos anuales por cliente sobre la tasa anual de abandono de los clientes.

DCF: del inglés, *Discounted Cash Flow*. Significa Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.

DVD: del inglés *Digital Versatile Disc* o *Digital Video Disc*. Significa disco versátil digital o disco de video digital. Es un disco que almacena música, videos, películas o datos de computadoras.

DTC: del inglés, *Direct to Cliente*. Significa directo al cliente y hace referencia a los servicios de video prestados directamente a los clientes.

EMEA: Europa, Oriente Medio y África

EBIT: del inglés, *earnings before interests and taxes*. Significa ganancias antes de intereses e impuestos.

Valuación de Netflix Inc.

EBITDA: del inglés, *earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EST: del inglés, *Electronic Sell Through*. Servicios de compras de contenido digital, mediante una transacción única, por medio de la cual se descarga el contenido para luego acceder permanentemente sin estar conectado a internet.

EV: del inglés, *enterprise value*. Significa valor de la empresa.

FCFF: del inglés, *Free Cash Flow to the Firm*. Es el flujo de fondos disponible para la firma.

IP: del inglés, *Internet Protocol*. Significa protocolo de internet. Se trata de un estándar que se emplea para el envío y recepción de información mediante una red que reúne paquetes conmutados.

IPO: del inglés, *Initial Public Offering*. Significa oferta inicial pública y hace referencia al momento en el que una empresa privada decide ofrecer sus acciones al público por primera vez, permitiendo, de esta forma, que los inversores participen en el crecimiento y los resultados de la compañía.

Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.

Ke: costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

LATAM: Latinoamérica.

NASDAQ: del inglés, *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. Es la segunda bolsa de valores electrónica automatizada más grande de Estados Unidos.

Valuación de Netflix Inc.

OTT: del inglés, *Over The Top*. Designa a los servicios de transmisión libre. Consiste en la transmisión de contenidos de audio, video y otros tipos de contenido mediante internet sin que el proveedor de Internet tenga influencia o control sobre los mismos.

OTT MVPD: del inglés, *Over The Top - Multichannel Video Programming Distributor*. Originalmente el término MVPD hacía referencia a los servicios de transmisión de televisión por cable o satelital. Al agregarle el término OTT hace referencia a la transmisión de televisión por internet.

PBI: sigla que refiere al *Producto Bruto Interno*. Mide el valor monetario de los bienes y servicios finales, que son comprados por un usuario final, producidos en un país en un período de tiempo determinado.

ROA: del inglés, return on assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

ROE: del inglés, return on equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).

SVoD: del inglés, *Subscription Video on Demand*. Servicio de video bajo demanda al que se accede mediante el pago de una suscripción.

TVoD: del inglés, *Transactional Video on Demand*. Es un servicio ofrecido por los proveedores de cable basados en el alquiler de contenido. Se realiza una transacción en la que se paga por cada video, ya sea un episodio de una serie o una temporada completa o una película, y se tiene acceso al mismo por un tiempo limitado y por única vez.

UCAN: Estados Unidos y Canadá

Valuación de Netflix Inc.

USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

VoD: del inglés, *Video on Demand*. Significa video a demanda.

WACC: del inglés, *Weighted Average Cost of Capital*. Es el costo promedio ponderado del capital.

Yield to Maturity: es la tasa interna de retorno teórica que paga un activo que se adquiere hoy, suponiendo que se mantenga dicho activo hasta el vencimiento.



Universidad de
San Andrés

1. Descripción del Negocio

Netflix es uno de los principales servicios de entretenimiento del mundo, de origen estadounidense con, aproximadamente, 222 millones de miembros en más de 190 países. En su plataforma ofrece series de televisión, documentales, largometrajes en una amplia variedad de géneros e idiomas, sin comerciales y con visualización ilimitada, a cambio de una tarifa mensual. También, ofrece el servicio de DVD por correo en Estados Unidos que representa sólo un 0,6% de las ventas y, a partir del 2021, comenzó a incorporar video juegos en su plataforma.

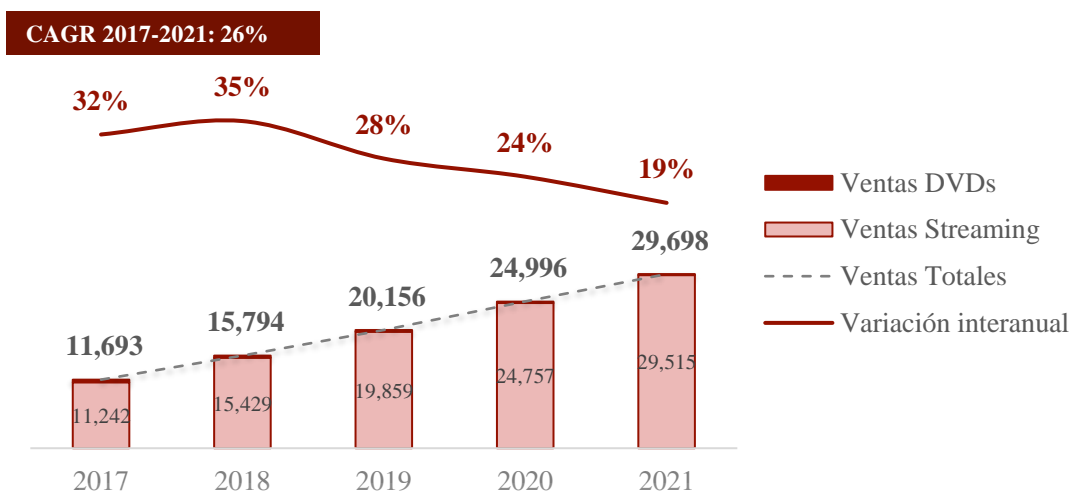
La casa matriz de Netflix se encuentra en Los Gatos, California y, además, posee 27 oficinas y productoras distribuidas alrededor del mundo: 10 en EMEA, 8 en APAC, 5 en UCAN y 4 en LATAM. La compañía fue pionera en la transmisión de entretenimiento vía streaming, lanzando sus servicios en 2007. Desde ese entonces, han desarrollado un ecosistema de pantallas conectadas a Internet y han creado una importante cantidad de contenido nuevo.

El modelo de negocio depende, principalmente, de las tarifas mensuales de membresía que abonan los suscriptores para acceder a los servicios de la plataforma. Al cierre de 2021 las ventas de Netflix alcanzaron los USD 29.515 millones y crecieron a un CAGR del 26% en los últimos 5 años. A partir del gráfico 1, se observa que en 2019 el crecimiento de las ventas comenzó a debilitarse ligeramente, situación que se acentuó en 2021.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 1. Evolución de las ventas de Netflix desde 2017 a 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

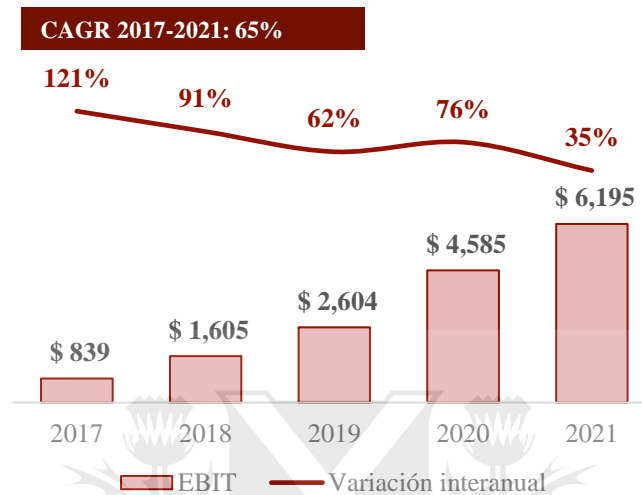
Respecto de los resultados operativos de la compañía, el último reporte correspondiente al cierre del 2021, arrojó un EBIT de USD 6.195 millones, con un CAGR del 65% en los últimos 5 años. Si bien los resultados crecieron año a año, en línea con el crecimiento de las ventas, el incremento interanual de los mismos demuestra una tendencia decreciente, al igual que las ventas, a excepción del año 2020. En ese período, el mejor desempeño de los resultados operativos se debió a una reducción considerable de los gastos en marketing que, se componen, principalmente, de gastos en publicidad, incluyendo publicidad digital y televisiva, así como los gastos relacionados con el personal que trabaja y respalda las actividades de marketing. En un contexto de pandemia y, en consecuencia, de mayor demanda de los servicios de entretenimiento vía streaming, no resultó necesario realizar grandes inversiones en marketing para atraer nuevos suscriptores que, sin esta inversión, alcanzaron igualmente una cifra récord (37 millones de nuevos suscriptores). Adicionalmente, los gastos administrativos y de tecnología y desarrollo, se incrementaron a un menor ritmo que las ventas, favoreciendo los resultados operativos de la compañía ese año. Por su parte, en 2021, las ventas registraron un menor crecimiento, al igual que

Valuación de Netflix Inc.

los costos, pero, los gastos en publicidad, gastos administrativos y de desarrollo se incrementaron en mayor medida, debilitando el crecimiento en los resultados operativos.

Gráfico 2. Evolución de los resultados operativos de Netflix desde 2017 a 2021

En millones de USD



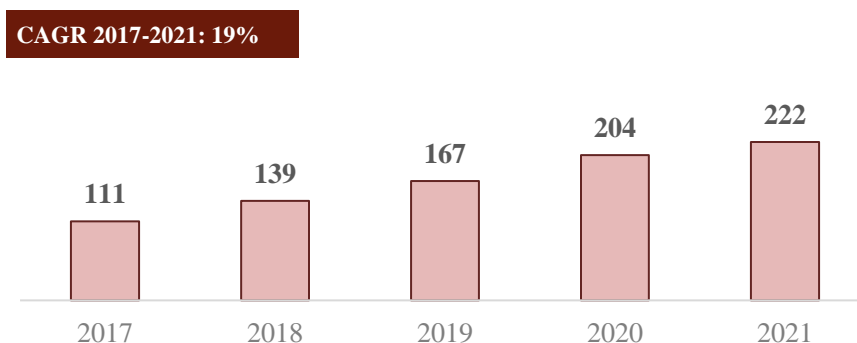
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Dado que las ventas de la compañía dependen, exclusivamente, del pago de la membresía por parte de los suscriptores, las variables que lo regulan son: (i) la capacidad de Netflix para generar nuevos suscriptores y (ii) el precio que cobran por esas suscripciones. Respecto del primer factor y en línea con las variaciones observadas en las ventas, a partir del gráfico 3 se puede ver que en 2019 los nuevos suscriptores fueron un poco menores que en 2018 (29 millones de nuevos suscriptores en 2018 versus 28 en 2019). Sin embargo, en 2020, con la pandemia Covid-19 y el confinamiento de millones de personas en todo el mundo, Netflix logró atraer cerca de 37 millones de nuevos clientes, cifra récord, siendo el máximo nivel registrado desde 2017. Desafortunadamente, la compañía no logró sostener este crecimiento y, en 2021, se registró un nuevo deterioro, ya que atrajo sólo la mitad de los suscriptores que había alcanzado el año anterior.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 3. Evolución del total de suscriptores de Netflix desde 2017 a 2021

En millones de suscriptores

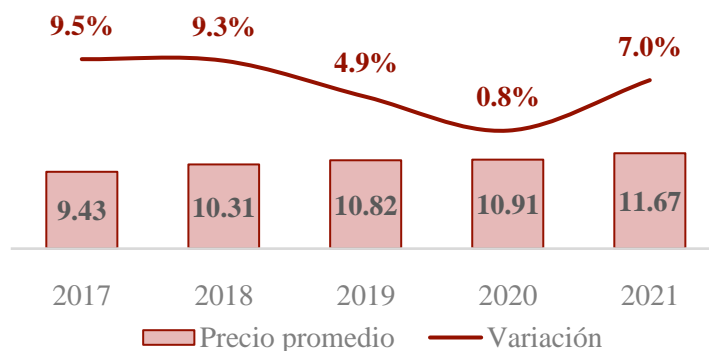


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Respecto del segundo factor, los ingresos mensuales promedio por miembro (ARPU), en 2017 y 2018 crecieron en torno al 9% anual, mientras que en 2019 lo hicieron a un ritmo más lento. Por su parte, en 2020, con la crisis a nivel mundial provocada por la pandemia Covid-19, el precio promedio cobrado a los suscriptores se mantuvo casi sin variaciones. De esto se desprende que, el impulso de ese año provino, fundamentalmente, de los 37 millones de nuevos miembros que alcanzó la compañía. Por último, en 2021, el ARPU se incrementó en un 7%, en línea con la inflación de Estados Unidos de ese año.

Gráfico 4. Evolución de los ingresos mensuales promedio por suscriptores de Netflix desde 2017 a 2021

Cifras en USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

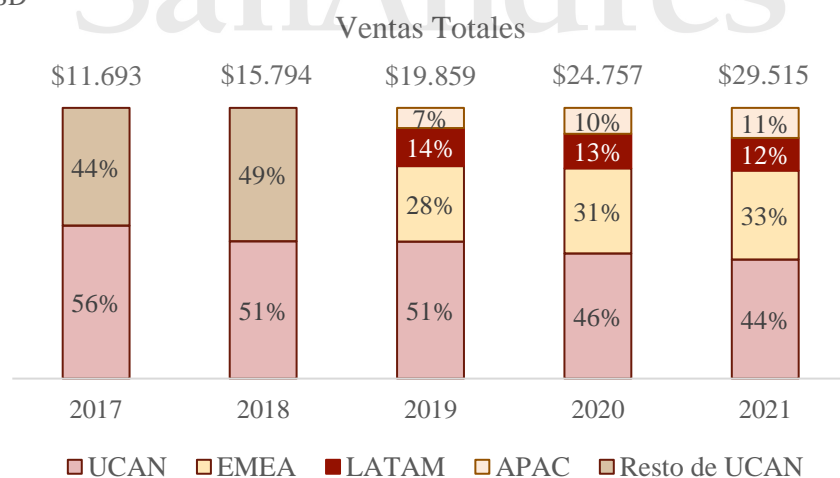
En cuanto a la distribución de las ventas a lo largo de los 190 países en los que Netflix tiene presencia, en 2021 el 44% provino de la región de UCAN, el 33% de EMEA y el 23% restante, de

Valuación de Netflix Inc.

LATAM y APAC. En el gráfico 5 se observa la evolución histórica de las ventas por región geográfica de los últimos 5 años¹, y se destaca que las regiones con menor crecimiento interanual son UCAN y LATAM. En el primer caso, por el alto nivel de penetración que ya posee Netflix en Estados Unidos, donde, al compararlo con la televisión tradicional, se encuentra en, aproximadamente, 2/3 de los usuarios de esta última, con lo cual, el tercio restante es el más difícil de alcanzar, considerando, además, que la plataforma no transmite noticias, ni deportes. En el caso de LATAM, según el último conference call de 2021, la debilidad se debe, principalmente, a las condiciones macroeconómicas que afectan a la región y a las dificultades para recuperarse de la crisis post-pandemia. En el caso de EMEA, si bien en 2020 las ventas tuvieron un fuerte crecimiento (40% interanual), en 2021 se debilitaron (creciendo sólo un 25% interanual), probablemente por una mayor competencia y también por factores macroeconómicos que afectaron a la región. Por otro lado, APAC es el área que muestra un mayor crecimiento en las ventas en los últimos años, impulsado, en mayor medida, por India, donde el nivel de penetración aún es bajo y existe un mercado con mucho potencial.

Gráfico 5. Evolución de las ventas de Netflix por región geográfica desde 2019 a 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a la información disponible en los reportes anuales de Netflix 2019-2021.

¹ La compañía comenzó a reportar la apertura de las regiones fuera de UCAN recién a partir del 2019.

Valuación de Netflix Inc.

1.1. Historia de la compañía

Netflix fue fundada en 1997 en Estados Unidos por Reed Hastings y Marc Randolph, cuando se les ocurrió la idea de alquilar un DVD por correo. Hasta ese momento, Blockbuster dominaba el mercado de videos y lo hacía por medio de sus puntos de ventas, a donde llegaban los clientes, solicitaban el alquiler de un DVD y, concluido un plazo determinado, lo devolvían en ese mismo lugar. Reed y Marc ponen a prueba su idea, enviándose por correo un DVD, que llega en perfectas condiciones y, así, nace la idea de Netflix.

Al año siguiente, la compañía comienza su actividad creando el primer sitio de internet donde se podían alquilar y comprar DVDs. Luego, en 1999 debuta el servicio de suscripción de Netflix, ofreciéndole a sus miembros la posibilidad de acceder de forma ilimitada a los DVDs, con un tope de hasta 3 DVDs en mano, pero, sin fechas límites, ni sobrecargo de precios por demoras en la devolución.

En el año 2000, incorporan en su plataforma un sistema de recomendación personalizada de películas utilizando ratings, en el que los usuarios indicaban la puntuación de las películas que ya habían visto y, luego, sobre la base de esas puntuaciones, y por medio de algoritmos, el sistema les recomendaba nuevas opciones.

Es recién en 2002, 5 años después de su fundación, que Netflix realiza su primera oferta pública (IPO) dentro del NASDAQ bajo el ticker NFLX, a un precio de venta de USD 1 por acción. Al año, en 2003, la compañía alcanza el primer millón de suscriptores y, es en ese momento que deciden patentarla y sólo 3 años después, en 2006, alcanzan los 5 millones de suscripciones.

En 2007, diez años después de su creación, Netflix marca una nueva diferencia siendo pionero al introducir en su plataforma la posibilidad de ver series y películas en línea vía streaming. Los años siguientes, se asocia con marcas de electrónica para permitir la transmisión de sus

Valuación de Netflix Inc.

servicios por medio de la Xbox 360, reproductores de Blu-ray y decodificadores de TV.

Luego, en 2009, la transmisión se expande a televisores conectados a internet y la compañía supera los 10 millones de miembros.

Netflix expande sus servicios de streaming, por primera vez, al exterior de Estados Unidos, lanzándose en Canadá en 2010. La expansión continúa por el Caribe y América Latina y, en 2011, aparece por primera vez el botón de Netflix en los controles remotos de los televisores. La expansión siguió por el Reino Unido, Irlanda y los países nórdicos, alcanzando los 25 millones de suscriptores en 2012. En ese año, también produce el primer contenido de su plataforma en un formato especial de stand-up, abriendo las puertas a lo que serían sus primeras producciones de series originales en 2013: “House of Cards”, “Hemlock Grove”, “Arrested Development” and “Orange Is the New Black”, con un éxito rotundo. La primera de ellas fue la primera serie de streaming en ganar tres premios Emmy. La expansión continuó por Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo, Suiza, Australia, Cuba, Italia, Japón, España y Nueva Zelanda en 2014, superando los 50 millones de suscriptores. En 2015, produjo su primera película y su primera serie de habla no inglesa.

En 2016, Netflix adquiere un carácter global, expandiéndose por más de 190 países, brindando servicios en 21 lenguas diferentes. También, agregó el servicio de descarga para la visualización sin internet y, al año siguiente, alcanzó los 100 millones de suscriptores.

De la mano de nuevos premios a sus producciones, en 2018, fue la productora con más nominaciones en los premios Emmy y Netflix abrió, entonces, nuevos centros de producción en Londres, Madrid, Nueva York y Toronto en 2019.

Finalmente, en 2021, superó los 200 millones de suscriptores y lanzó juegos en línea dentro de su plataforma.

Ilustración 1: Hitos en la historia de Netflix

-
- 1997** ● Reed Hastings y Marc Randolph fundan Netflix, una compañía de alquiler de DVDs mediante una página web donde el envío se realizaba por correo postal.
 - 1999** ● Debuta el servicio de suscripción, ofreciéndole a los miembros la posibilidad de acceder de forma ilimitada a los DVDs.
 - 2000** ● Incorporan un sistema de recomendación personalizada de películas, utilizando ratings y algoritmos.
 - 2002** ● Primera IPO dentro del NASDAQ (NFLX), a un USD 1 por acción.
 - 2007** ● Introduce la transmisión de series y películas en línea vía streaming.
 - 2010** ● Netflix expande sus servicios de streaming por primera vez al exterior de Estados Unidos, lanzándose en Canadá.
 - 2011** ● Aparece el botón de Netflix en los controles remotos de los televisores.
 - 2012** ● Expansión por el Reino Unido, Irlanda y países nórdicos alcanzando los 25 millones de suscriptores.
 - 2013** ● Primeras producciones de series originales, con un éxito rotundo.
 - 2016** ● Adquiere un carácter global, expandiéndose por más de 190 países, brindando servicios en 21 lenguas diferentes.
 - 2019** ● Abre nuevos centros de producción en Londres, Madrid, Nueva York y Toronto
 - 2021** ● Supera los 200 millones de suscriptores e incorpora juegos en línea en su plataforma

Fuente: Elaboración propia en base al sitio web de la compañía.

Valuación de Netflix Inc.

1.2. Capital accionario

Como se mencionó en el apartado anterior, las acciones de la compañía cotizan en el mercado de valores de NASDAQ desde 2002. A cierre del 2021, la capitalización bursátil de la compañía ascendía a USD 268.046 millones, con 443.963.107 de acciones ordinarias a un precio de USD 602,44.

A continuación, se muestra la distribución de las acciones de Netflix entre diferentes tipos de inversores. Como se puede observar, la mayor parte de las acciones se encuentra en manos de inversores institucionales y sólo 10 de ellos concentran el 38% de las mismas. “The Vanguard Group Inc.” es el que mayor parte de la compañía posee, con un 7,7% del total de acciones, seguido por BlackRock Fund Advisors (6,3%), Capital & Research Management Co - Global Investors (4,2%), Capital & Research Management Co – International Investors (4,2%) y Ssga Funds Management Inc (3,80%)².

Gráfico 6. Participación de distintos tipos de inversores en el capital accionario de Netflix 2021



Fuente: Elaboración propia en base a la información disponible en Seeking Alpha.

² <https://finance.yahoo.com/quote/nflx/holders/>.

Valuación de Netflix Inc.

Durante el período 2019 a 2021, el capital ordinario ha sufrido las siguientes modificaciones:

Tabla 1. Evolución del capital accionario de Netflix desde el 2018 al 2021

Detalle	Acciones
Balance total de acciones al 2018	436.598.597
Emisión de acciones ordinarias por ejercicio de opciones	2.208.052
Balance total de acciones al 2019	438.806.649
Emisión de acciones ordinarias por ejercicio de opciones	4.088.612
Balance total de acciones al 2020	442.895.261
Emisión de acciones ordinarias por ejercicio de opciones	2.632.324
Recompra de acciones	(1.182.410)
Acciones retenidas relacionadas con la liquidación neta de acciones	(382.068)
Balance total de acciones al 2021	443.963.107

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2019-2021.

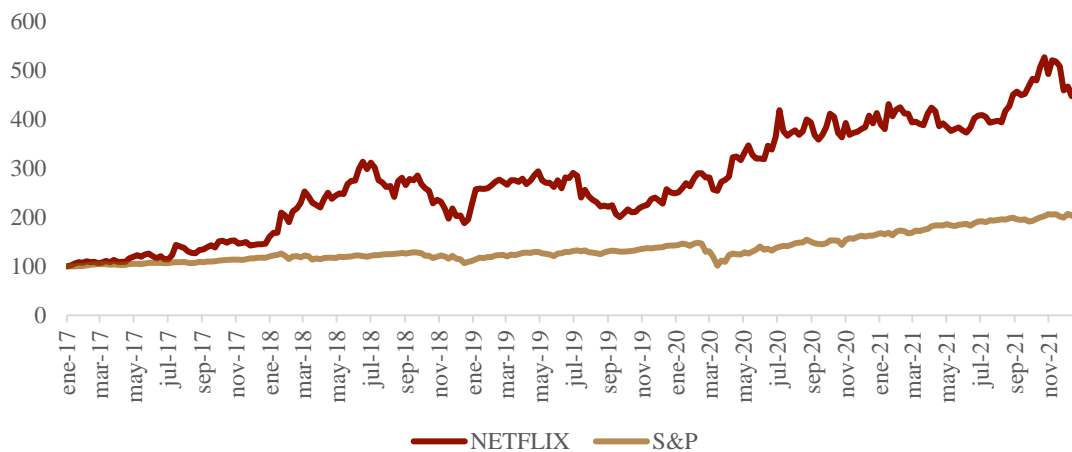
En marzo de 2021, el directorio de Netflix autorizó la recompra de hasta USD 5.000 millones de acciones ordinarias, sin fecha de expiración. La compañía no está obligada a recomprar una cantidad específica de acciones y se debe tener en cuenta que el momento y la cantidad de acciones recompradas dependerán de una variedad de factores como, por ejemplo, el precio, las condiciones macroeconómicas, comerciales y de mercado, las oportunidades de inversiones alternativas, entre otros. Adicionalmente, la empresa puede discontinuar cualquier recompra de sus acciones ordinarias en cualquier momento sin previo aviso. Durante 2021, Netflix compró 1.182.410 acciones, por un monto total de USD 600 millones, por lo que quedan disponibles un total de USD 4.400 millones para recomprar.

Para poder realizar un análisis más completo sobre el desempeño de las acciones de la firma, se debe tener en cuenta la evolución de la cotización y el retorno total y compararlo con información similar sobre índices de mercado relevantes. El Gráfico 7 permite ver la evolución semanal de la cotización de las acciones de Netflix, desde enero de 2017 hasta diciembre de 2021, así como la evolución de la cotización del Índice S&P.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 7. Evolución precios de Netflix y S&P desde 2017 hasta 2021

Precios con frecuencia semanal (Base Ene-17=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.

Como se observa en el gráfico 7, el precio las acciones de Netflix tuvo un mejor desempeño que el índice S&P en los últimos 5 años. En 2018, las acciones de la compañía crecieron impulsadas por el buen desempeño de sus ingresos y por los márgenes operativos. En 2019, el mercado corrige parte de este incremento, en línea con la mayor dificultad para conseguir nuevos suscriptores que mostró la firma, pero, en 2020 y 2021, las acciones vuelven a tomar impulso alcanzando un pico en noviembre de 2021, ayudado en gran medida por la pandemia y, a partir de allí, la tendencia se modifica y comienzan a perder valor.

1.3. Segmentos operativos

Como se mencionó anteriormente, los ingresos de Netflix provienen, casi en su totalidad, (99% en 2021) de los servicios de su plataforma de streaming. Sin embargo, aún existe una pequeña fracción de ingresos que disminuye año a año, pasando de representar el 4% de los ingresos totales en 2017 a menos del 1% en 2021, que corresponde a los servicios de envío de DVD por correo en Estados Unidos.

Valuación de Netflix Inc.

Para acceder a la plataforma de streaming, la firma ofrece una variedad de planes de membresía, cuyos precios varían según el país y las características del plan y los mismos oscilan entre los USD 2 y los USD 27 por mes.

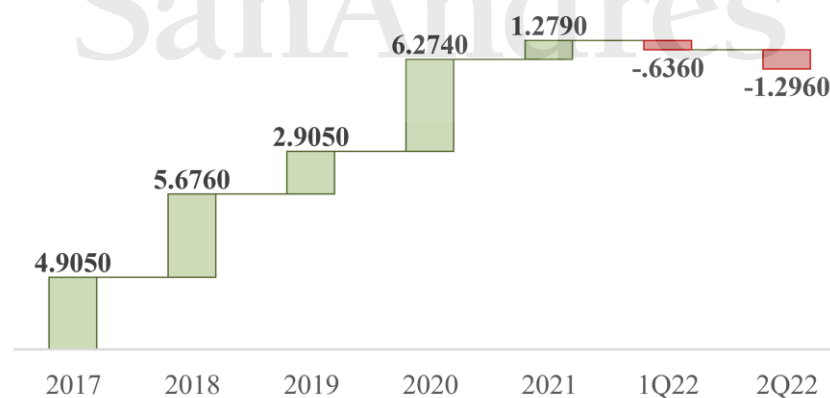
Netflix segmenta su negocio según la región en la que se originan sus ingresos. La región principal corresponde a UCAN, seguida por EMEA, LATAM y APAC.

1.3.1. UCAN

La región de UCAN está compuesta por dos países, Estados Unidos y Canadá. Se trata del área donde la firma se creó y empezó a desarrollar sus actividades y, por lo tanto, es la que posee un mayor nivel de penetración, aportando el 44% de los ingresos totales de la compañía y el 34% de los miembros hacia fines del 2021. Los últimos 5 años fueron de gran crecimiento, ya que Netflix logró sumar 21 millones de nuevos suscriptores, alcanzando en 2021 un total de 75,2 millones. Sin embargo, como se mostrará a continuación, ese crecimiento no fue homogéneo a lo largo de los años.

Gráfico 8. Evolución de nuevos suscriptores de Netflix en UCAN desde 2017 al 2Q22

En millones de suscriptores



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de la compañía 2017-2022.

Como se aprecia en el gráfico 8, los primeros dos años fueron muy buenos dado que la compañía sumó la mitad de los nuevos suscriptores de los últimos 5 años. No obstante, en 2019

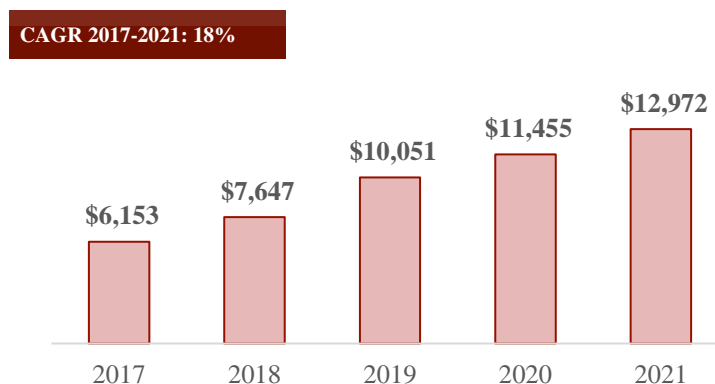
Valuación de Netflix Inc.

comienzan a aparecer ciertas dificultades para seguir atrayendo nuevos clientes en la región. En 2020, con el advenimiento de la pandemia, afortunadamente, esta situación se ve contrarrestada con la población en cuarentena; sin la posibilidad de consumir otros tipos de entretenimiento fuera de sus hogares, se volcaron a las plataformas de streaming y Netflix logró sumar más de 6 millones de nuevos suscriptores. Este desempeño excepcional no se pudo repetir en 2021 que, con menos restricciones, más opciones para acceder a otras alternativas de entretenimiento fuera de los hogares y más competencia por parte de otras plataformas, provocaron que los nuevos suscriptores de la región sean los más bajos de los últimos 5 años. Hacia el segundo semestre del 2022, la situación empeoró considerablemente y la firma lleva perdidos más de los suscriptores que fue capaz de atraer en 2021.

A pesar de las dificultades del último año para atraer nuevos suscriptores, las ventas de Netflix en la región sostienen su crecimiento de la mano de mayores precios; en los últimos 5 años crecieron a un CAGR del 18%. En 2019, el precio mensual promedio que pagaban los suscriptores era de USD 12,57 y hacia fines del 2021 se había incrementado en USD 2, a USD 14,56 y, al segundo semestre de 2022 ya se encuentra en USD 15,95.

Gráfico 9. Evolución de las ventas de Netflix en UCAN desde 2017 al 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Valuación de Netflix Inc.

Si bien el crecimiento de las ventas se sostuvo, a pesar del menor incremento de nuevos suscriptores, pero ayudado por un aumento en los precios, no se debe perder de vista que los aumentos de precios pueden tener un efecto negativo en los clientes y, en consecuencia, dificultar aún más la atracción de nuevos suscriptores. Esto es, lo que de alguna forma se está viendo en la primera parte del 2022: mayores precios y una disminución en la cantidad de suscriptores que, con el tiempo podría empeorar.

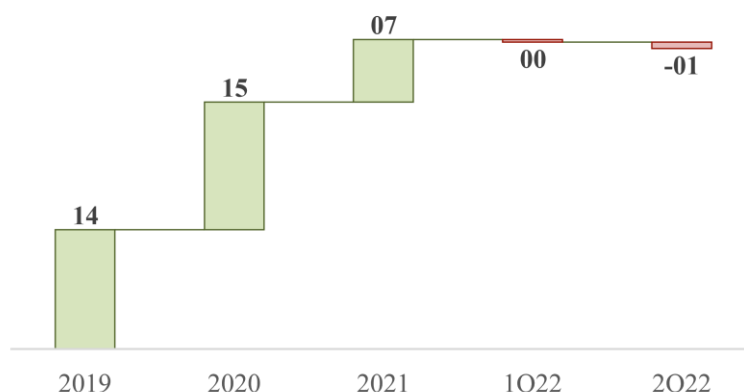
1.3.2. EMEA

La región de EMEA esta compuesta por países de Europa, Oriente Medio y África y es la segunda más importante para la compañía, ya que aporta el 33% de los ingresos y del total de suscriptores en 2021. En 2018 la región poseía 37,8 millones de suscriptores, cifra que logró casi duplicar en sólo 3 años ya que, en 2021, los mismos ascendían a 74 millones. A diferencia de lo que ocurrió con UCAN, en 2019 Netflix experimentó una gran expansión en EMEA, incrementando su base de suscriptores en casi un 40%. En 2020, el crecimiento se sostuvo, ayudado por la pandemia, sumando casi 15 millones de nuevos suscriptores en toda la región. Sin embargo, en 2021, al igual que en UCAN, aunque en menor medida, ese crecimiento se redujo a la mitad, como se puede observar en el gráfico 10. Esta situación empeoró considerablemente en 2022, con una pérdida de 1,1 millones de suscriptores en los primeros 6 meses del año. Aunque, en esta región, se registró un evento excepcional en 2022, relacionado con la invasión de Rusia a Ucrania que provocó la suspensión del servicio en Rusia, dando de baja a 700.000 suscriptores de ese país. Por lo tanto, si se excluye el impacto de la invasión rusa, la caída hubiera sido sólo de 400.000 suscriptores en el primer semestre del año.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 10. Evolución de nuevos suscriptores de Netflix en EMEA desde 2019 al 2Q22

En millones de suscriptores



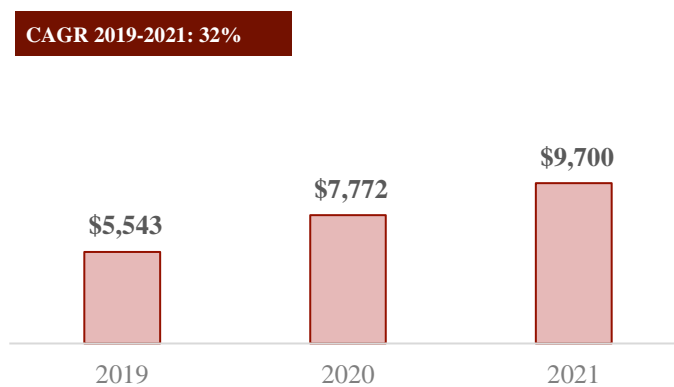
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de la compañía 2019-2022.

En esta región, los ingresos mensuales promedio por miembro también se incrementaron en los últimos dos años, pero en menor medida que en UCAN. En 2019 eran de USD 10,33 (USD 2,24 menos que en UCAN) y pasaron a USD 11,63 en 2021. No obstante, hacia fines del segundo semestre del 2022 se redujeron a USD 11,17 debido a las variaciones en el tipo de cambio que provocaron un debilitamiento del euro frente al dólar, reduciendo los ingresos de la región.

De esta forma, ayudados por la gran expansión de suscriptores en EMEA en los últimos 3 años y con el acompañamiento del leve incremento en los ingresos promedio mensuales por miembro, las ventas totales de Netflix en EMEA crecieron a un CAGR del 32% entre el 2019 y el 2021, como se puede observar en el gráfico a continuación.

Gráfico 11. Evolución de los ingresos de Netflix en EMEA desde 2019 al 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2019-2021.

Valuación de Netflix Inc.

1.3.3. LATAM

La región de Latinoamérica concentra el 18% del total de suscriptores en 2021, pero sólo el 12% de las ventas totales de la compañía. Es el área con menor crecimiento en ventas en los últimos 3 años con un CAGR de sólo el 13%.

Gráfico 12. Evolución de los ingresos de Netflix en LATAM desde 2019 al 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2019-2021.

Si bien en ese período sumó casi 14 millones de suscriptores nuevos, alcanzando en 2021 un total de 40 millones de clientes, los ingresos mensuales promedio por miembro, no sólo son los más bajos del mundo, sino que se redujeron, pasando de USD 8,21 en 2019 a USD 7,73 en 2021. Se trata de una región con mayores dificultades macroeconómicas, crisis recurrentes y, en algunos casos, devaluación de sus monedas, lo que dificulta la rentabilidad del negocio y las posibilidades de incrementar los precios. No obstante, en el primer semestre del 2022 los ingresos mensuales promedio por miembro tuvieron un fuerte incremento, superando incluso los niveles del 2019, ubicándose en USD 8,67, ayudado por la nueva estrategia para rentabilizar las cuentas compartidas que se implementaron en Chile, Perú y Costa Rica.

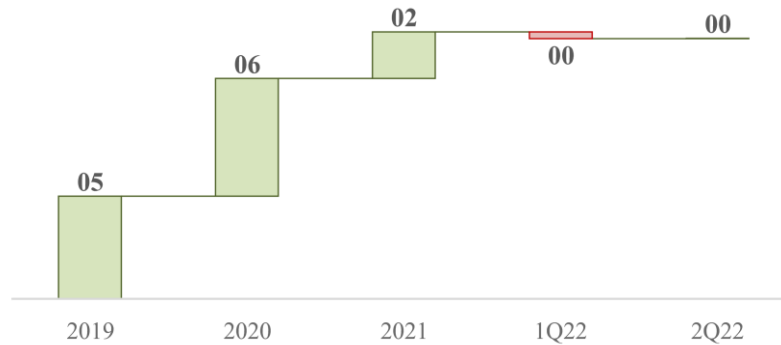
Al igual que en el caso de las regiones de UCAN y EMEA, el fuerte crecimiento de suscriptores de 2020 se redujo en 2021 y, en el primer semestre del 2022 Netflix perdió cerca de medio millón de suscriptores en la región. Sin embargo, la pérdida de suscriptores fue sólo en el

Valuación de Netflix Inc.

primer trimestre, dado que en el segundo logró 14 mil nuevos miembros a pesar del incremento en el precio de su servicio.

Gráfico 13. Evolución de nuevos suscriptores de Netflix en LATAM desde 2019 al 2Q22

En millones de suscriptores



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de la compañía 2019-2022.

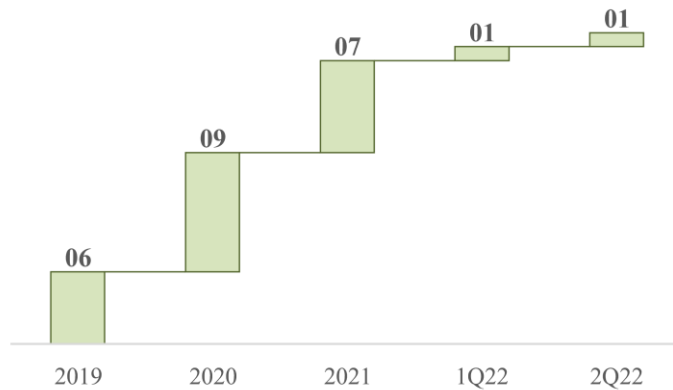
1.3.4. APAC

APAC incluye a las regiones de Asia y el Pacífico, con su casa central en Singapur, y concentra el 11% de las ventas totales y el 15% de los suscriptores de la compañía en 2021. Se trata de la región con mayor crecimiento en los últimos 3 años, multiplicó por 3 los suscriptores desde 2018 a 2021, pasando de 10,6 millones en 2018 a 32,6 millones en 2021. El crecimiento se dio principalmente en Japón, India, Filipinas, Tailandia y Taiwán. Al igual que en el resto de las regiones, el mayor crecimiento se dio en 2020. Sin embargo, y a diferencia del resto, en el primer semestre del 2022, es la única región que continúa incrementando su base de suscriptores, aunque lo hace a un ritmo más lento que en los dos años anteriores.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 14. Evolución de nuevos suscriptores de Netflix en APAC desde 2019 al 2Q22

En millones de suscriptores

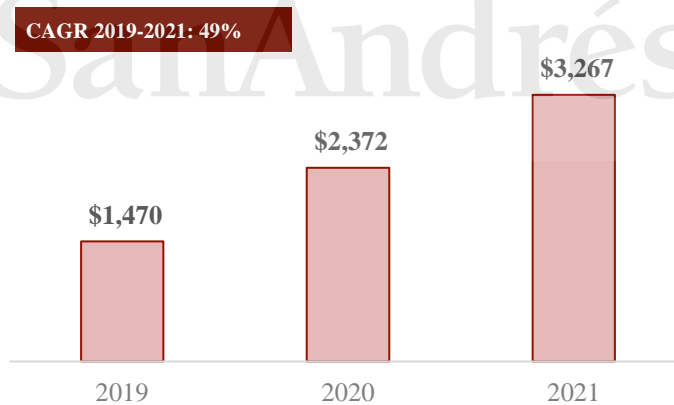


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de la compañía 2019-2022.

En línea con el crecimiento de suscriptores, las ventas totales de Netflix en APAC, en los últimos 3 años, crecieron a un CAGR del 49%. Respecto a los ingresos mensuales promedio por miembro, los mismos se incrementaron sólo en USD 0,32, pasando de USD 9,24 en 2019 a USD 9,56 en 2021. En 2022 los mismos se redujeron debido a la estrategia de reducción de precio en la región, ubicándose en el segundo semestre en USD 8,83.

Gráfico 15. Evolución de los ingresos de Netflix en APAC desde 2019 al 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2019-2021.

1.4. Estrategia y perspectivas de crecimiento

Netflix se define como una marca que se focaliza en un servicio específico, no como una marca que abarca muchos productos y/o servicios, que lo hace todo, como Starbucks, 7-Eleven;

Valuación de Netflix Inc.

Southwest HBO, Dish. No se trata de una empresa genérica que transmite todo tipo de videos como noticias, videos generados por usuarios, deportes en vivo, pornografía y videos musicales, sino, por el contrario, se define como una red de entretenimiento de películas y series de televisión.

La compañía se esfuerza por alcanzar la extrema sencillez, un ejemplo de esto es que brinda a sus usuarios la posibilidad de cancelar el servicio cuando así lo deseen sin ningún tipo de complicación. La firma basa su servicio en la libertad de acceder al contenido bajo demanda (VoD), en cualquier momento, en la diversión de la visualización compulsiva e ilimitada y, fundamentalmente, en la flexibilidad de visualizar el contenido en cualquier pantalla y en cualquier momento.

Hacia fines del 2021 los objetivos de la compañía estaban centrados en 3 pilares fundamentales: (i) seguir creciendo en suscriptores brindándoles más contenido y de mejor calidad, (ii) sostener el aumento promedio de los márgenes operativos en 3 puntos porcentuales como lo venían haciendo desde 2017, aunque el 2022 se presente con un menor crecimiento puntual y (iii) tener un flujo libre de caja positivo y sostenible que, cuando supere los dos meses de ingresos, será devuelto a los accionistas.

Sin embargo, con el correr de los meses del 2022 y con la caída en las suscripciones que sufrió la firma, cerca de 1.200.000 suscriptores menos en los primeros 6 meses del año, la primera estrategia tuvo que repensarse. Con el elevado nivel de penetración que posee Netflix en los hogares de todo el mundo, con la creciente competencia y algunas dificultades macroeconómicas globales, la atracción de nuevos suscriptores resulta cada vez más difícil. A esto se suma que la compañía detectó que, aproximadamente, 100 millones de hogares disfrutaban de los servicios de Netflix sin pagar, dado que comparten cuentas con otros suscriptores. Si bien, inicialmente, se incrementaron los precios cobrados en algunas regiones, esto no es sostenible en el tiempo y,

Valuación de Netflix Inc.

además, puede tener el efecto contrario al desalentar a nuevos suscriptores o impulsar a algunos a abandonar el abono del servicio.

Ante esta situación, la compañía puso en marcha ciertos planes estratégicos en la primera parte del 2022 para hacer frente a la creciente dificultad de atraer nuevos suscriptores. Estos planes están más orientados a incrementar la otra variable que regula los ingresos de la compañía, que son los ingresos promedio por suscriptores, en detrimento de la variable fundamental hasta el momento, que era el crecimiento en el nivel de suscriptores. En este sentido, están impulsando dos planes principales:

- **Monetización de las cuentas compartidas:** Este plan se lanzó en países de LATAM en 2022 y se extenderá en 2023 al resto de las regiones. El mismo consiste en cobrar un canon adicional a aquellos usuarios que compartan cuentas, con precios diferenciales para los que lo hacen dentro y fuera de un mismo hogar. El impacto de esta medida es inmediato y no genera costos adicionales. Sin embargo, no incrementa la base de suscriptores, sino que, por el contrario, aumenta el ingreso promedio por suscriptor en el caso en que decidan pagarlo.
- **Plan de suscripción con publicidad:** Se lanzará en 2023, con Microsoft como socio tecnológico y de ventas. Se trata de un nuevo plan que será más accesible para aquellos usuarios que toleren la publicidad y, por lo tanto, con esta propuesta sí se prevé expandir, en alguna medida, la base de suscriptores. No obstante, esta nueva opción puede hacer que suscriptores que abonaban el plan sin publicidad a un precio más alto, se cambien a este nuevo plan. Por lo tanto, el efecto en términos económicos, podría resultar neutral considerando, además, que esta implementación conlleva ciertos costos.

Valuación de Netflix Inc.

Respecto del segundo punto de la estrategia, si bien el objetivo se mantiene, Netflix tuvo que realizar una reestructuración de costos, despidiendo empleados y reduciendo oficinas para sostener el nivel de márgenes objetivo, dado el menor crecimiento en los ingresos. No obstante, este reacomodamiento se espera que sea sólo en 2022 y, a largo plazo, el objetivo se mantendrá, siempre adaptando los costos a la evolución de los ingresos.

1.5. Costos y Productividad

La estructura de costos de Netflix esta compuesta, principalmente, por los costos del servicio vendido (74% en 2021), los gastos en marketing (11%), tecnología y desarrollo (10%) y gastos administrativos (6%). A su vez, la amortización del contenido representa el principal componente de los costos de ventas (en los últimos 5 años fue, en promedio, del 74% de los mismos) que, también, se componen de gastos asociados a las compras de licencias, producción de contenido, costo de distribución del contenido, y otros costos operativos.

El contenido que ofrece Netflix en su plataforma se adquiere mediante licencias o se produce internamente. Las licencias de contenido son por un tiempo determinado y se abona una tarifa fija por ellas. En ambos casos, ya sea para las licencias o para la producción propia, los pagos en efectivo se realizan con anterioridad al gasto de amortización que los mismos generan. Estos pagos por contenido, se clasifican dentro del "Efectivo neto proporcionado por (o utilizado en) actividades operativas" en los estados de flujos de caja y, a su vez, se reconocen como activos de contenido en el Balance.

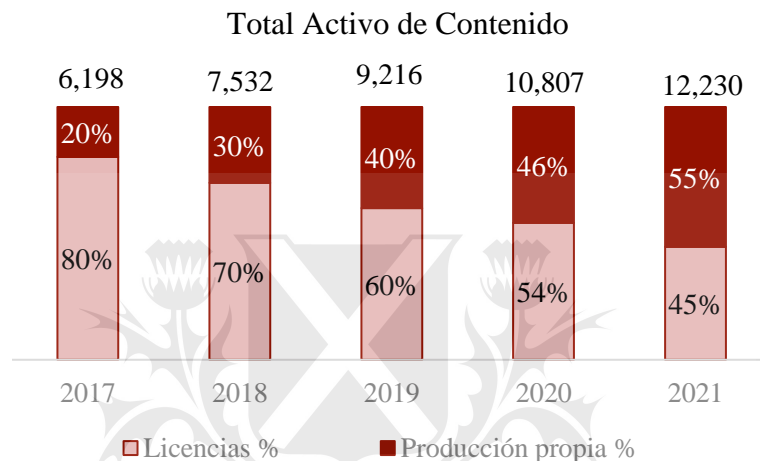
Para el contenido con licencia, se reconoce dentro del activo la tarifa por cada título y se registra un pasivo correspondiente al monto bruto total cuando comienza el período de la licencia y cuando se conoce el costo del título; entonces, se acepta y está disponible para su transmisión. Para el contenido producido por la compañía, se capitalizan los costos asociados con la producción,

Valuación de Netflix Inc.

incluidos los costos de desarrollo, los costos directos y los gastos generales de producción. Como se puede observar en el gráfico a continuación, la proporción de contenido propio toma cada vez más protagonismo, pasando de sólo un 20% en 2017 a un 55% en 2021 y, según la última carta a los accionistas, a un 60% a mediados del 2022.

Gráfico 16. Participación de licencias y contenido propio en los activos de contenido de Netflix 2017 al 2021

En millones de USD

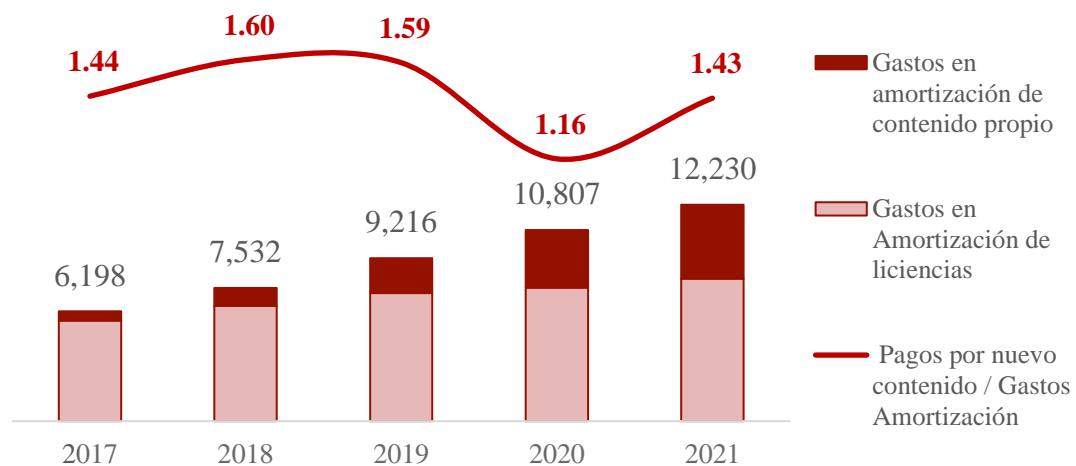


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Sobre la base de factores tales como patrones de visualización históricos y estimados, los activos de contenido se amortizan y esa amortización se registra dentro de los "Costos de los servicios vendidos" durante una ventana temporal que surge del período más corto entre el tiempo contractual de disponibilidad de cada título, el período estimado de uso o diez años, a partir del mes de la primera disponibilidad. La amortización es acelerada, ya que normalmente se espera una mayor visualización inicial y, además, la amortización de películas es más rápida que la de series. En promedio, se espera que más del 90% de un activo de contenido licenciado o producido se amortice dentro de los cuatro años posteriores a su primer mes de disponibilidad. Como se observa en el gráfico 17, los gastos en amortización tienen una evolución relativamente constante y la participación de la amortización de contenido propio se incrementa cada vez más, mientras que la relacionada con las licencias se mantiene relativamente estable.

Gráfico 17. Evolución de pagos por nuevo contenido versus gastos de amortización del 2017 al 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Por su parte, al observar el ratio entre los pagos por nuevos contenidos y la amortización del mismo, se destaca que, hasta el año 2019, los pagos por nuevo contenido eran de 1,6 veces la amortización del mismo, generando un flujo de caja negativo por USD 5.394 millones. En 2020, con el advenimiento de la pandemia y las dificultades y retrasos en la generación de nuevo contenido, los pagos por el mismo se redujeron notablemente en un 14%, reduciendo el efecto negativo de estos componentes en el flujo operativo de caja, que fue sólo USD 1.730 millones. Esta situación fue temporal y se revirtió en 2021, aunque sin ubicarse en los niveles pre pandemia. Hacia adelante, en la medida en que el negocio se vuelva más maduro, se prevé que el ratio continúe decreciendo, impactando positivamente en el flujo libre de caja.

2. Industria y competencia

2.1. Definición de la Industria

Netflix ofrece sus servicios dentro de la industria conocida como “Over-the-Top” (OTT), dedicada a la transmisión de películas, televisión, audio y otros contenidos a través de internet por medio de dispositivos electrónicos. La accesibilidad del contenido OTT es una de las muchas razones por las que es tan popular, los clientes sólo requieren una conexión a Internet de alta velocidad y un dispositivo que pueden ser teléfonos o televisores inteligentes, tablets y computadoras.

El término OTT comprende una variedad de servicios de telecomunicaciones tales como la difusión audiovisual (por ejemplo, televisión por internet, radio por internet, videos on-demand o música) pero, también, comunicaciones (por ejemplo, llamadas de voz por IP y mensajería instantánea) y otros servicios de computación en la nube (aplicaciones web y almacenamiento).

Como plataforma y fuente de ingresos, el VoD surgió como una estrategia para navegar en plataformas con películas o televisión por medio de internet. Apareció en informes comerciales y de noticias en el año 2000, como un nuevo término y un cambio de lo que hasta entonces se conocía como “Pay-per-View” (pago por visualización), haciendo referencia al alquiler de películas en tiendas de videos. En parte, lo que ha sido sorprendente del uso del término es su falta de especificidad. Se ha utilizado regularmente para identificar dos tipos diferentes de servicios de video emergentes: el video descargable basado en la web y el contenido de televisión bajo demanda por cable. El VoD fue parte de la, muy anunciada, llegada de la “televisión interactiva” a principios de la década de 2000, que prometía una mejor televisión con una sinergia entre la transmisión web y la participación de los espectadores. A medida que estas tecnologías han cambiado y se han

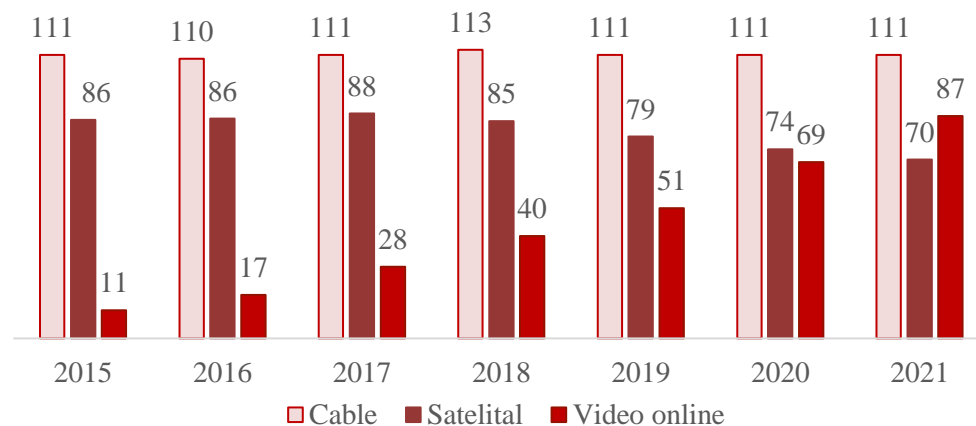
Valuación de Netflix Inc.

desarrollado, sus significados se fueron modificando (Hilderbrand, 2010). Actualmente, VoD es un servicio de programación que permite a los usuarios seleccionar y ver contenido de video en el momento y horarios que lo desean. Se puede usar para referirse a servicios de transmisión ofrecidos por proveedores de cable, servicios en línea como Netflix o Hulu o aplicaciones que se ofrecen a través de televisores inteligentes y otros dispositivos. La importancia de VoD radica en su capacidad para brindar a los espectadores una amplia gama de contenido cuando lo deseen, sin la necesidad de la transmisión tradicional en vivo.

La transmisión de contenido a través de internet, está reemplazando y desplazando de a poco al formato tradicional de televisión por cable que dominaba la industria desde las décadas de 1950 y 1960. De hecho, las cadenas de televisión tradicional, líderes en el mundo, ahora ofrecen su programación bajo demanda a través de aplicaciones que se ejecutan en teléfonos y televisores inteligentes. Como se observa en el siguiente gráfico, desde 2015 al 2021, el mercado de video por internet ha crecido a un CAGR del 41%, mientras que la televisión por cable se mantuvo sin variaciones y la satelital decreció un 18%. Adicionalmente, según Statista se estima que para el 2027 los ingresos de la industria de televisión tradicional se reduzcan un 16% más.

Gráfico 18. Evolución del valor de mercado de la televisión paga y de suscripciones de video on-demand a nivel mundial desde 2015 a 2021

En miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista "Pay TV worldwide".

2.2. Modelos Comerciales de la Industria de Video-on-Demand

Actualmente, el servicio de Video-on-Demand posee tres modelos comerciales:

- **Subscription Video-on-Demand (SVoD):** Servicios de video a pedido o a demanda, basados en una suscripción que ofrece acceso ilimitado a sus bibliotecas de contenido. Las películas y series de TV se pueden visualizar desde varios dispositivos, televisores inteligentes, teléfonos y tablets. El mercado de SVoD no incluye servicios con publicidad, ofertas de pago por visión (“Pay-per-View”) o servicios que requieran una suscripción de televisión por cable. Los principales proveedores de este servicio son Netflix y Amazon Prime Video.
- **Transactional Video-on-Demand (TVoD):** Es un servicio ofrecido por los proveedores de cable basados en el alquiler de contenido. Se realiza una transacción en la que se paga por cada video, ya sea un episodio de una serie o una temporada completa o una película, y se tiene acceso al mismo por un tiempo limitado y por única vez, conocido, también, como “Pay-per-View”.
- **Venta Electrónica Directa (EST – Electronic Sell Through):** Servicios de compras digitales, mediante una transacción única, por medio de la cual se descarga el contenido o se almacena permanentemente en la nube y, luego de esa descarga, se puede acceder permanentemente sin estar conectado a internet (descargas de video). Los principales proveedores de dichos servicios son iTunes y Google Play.

Los servicios de VoD no sólo eliminan las limitaciones temporales y geográficas, sino que también brindan a los clientes la posibilidad de elegir entre una enorme selección de películas y series de televisión de todos los géneros y épocas, producidas tanto por estudios tradicionales como

Valuación de Netflix Inc.

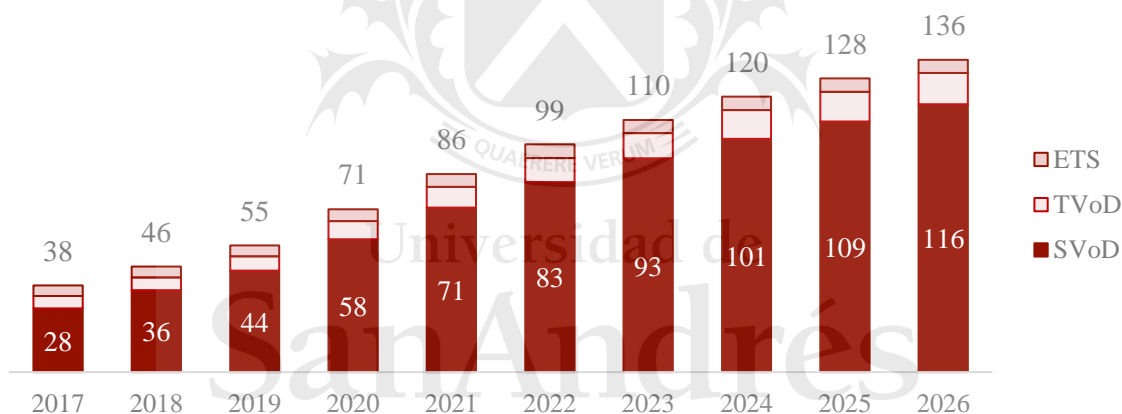
independientes. Para los usuarios de servicios de transmisión de VoD, todos los títulos disponibles en la biblioteca están a sólo un clic de distancia.

2.3. Tamaño de Mercado y Proyecciones

Como se puede observar en el Gráfico 19, el tamaño del mercado global de VoD es de, aproximadamente, USD 86 mil millones en 2021 y, según estimaciones de Statista, estaría creciendo a una CAGR del 10% hasta 2026. Representa el 29,2% del mercado de medios digitales y es el segundo más grande, después de los videojuegos y por delante del mercado de música y libros digitales.

Gráfico 19. Evolución y proyección de los ingresos globales de la industria de Video-on-Demand desde 2017 a 2026

En miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

Dentro de los diferentes modelos comerciales de la industria de VoD, el mayor impulso viene dado, principalmente, por un crecimiento rápido y constante de la transmisión de video por suscripción (SVoD), mientras que las descargas de video (EST) y el modelo de pago por visualización (TVoD) muestran un crecimiento constante pero más lento.

Por otra parte, el 78,5% del mercado global de VoD está conformado por Estados Unidos, Europa y China y su tamaño de mercado acumulado es de USD 67,3 mil millones. De estas tres

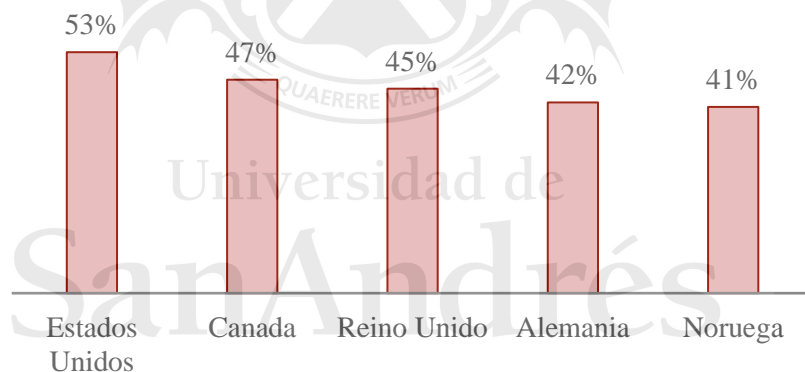
Valuación de Netflix Inc.

regiones, Estados Unidos es la que mayor porción de la industria concentra (un 42% del total en 2021) y, según Statista, estaría creciendo a una CAGR del 8,5% hasta 2026.

En tanto que, en Europa, el mercado tiene un volumen de USD 18,4 mil millones y estaría creciendo a una CAGR del 7,9% hacia 2026. Al igual que el mercado estadounidense, el crecimiento de los usuarios está casi saturado, sin embargo, el cambio de la televisión tradicional a los servicios de VoD implica una mayor probabilidad de que los usuarios se suscriban a varios servicios simultáneamente, lo que resulta en un aumento del promedio de ingresos por usuario dentro del mercado.

Respecto de la tasa de penetración del VoD, como se acaba de mencionar, Estados Unidos y Canadá son los que lideran el mercado mundial en 2022, seguido por 3 países europeos.

Gráfico 20. Países con mayor tasa de penetración del VoD en 2022



Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

Por último, el mercado chino es diferente, aún no tiene un gran nivel de penetración debido, principalmente, a que la tasa de adopción de servicios de VoD es más baja que en el resto de los países y, adicionalmente, el nivel de precios de estos servicios es más bajo que en el resto del mundo, impactando en los ingresos del sector. El volumen de mercado en 2021 es de sólo USD 12,8 mil millones y crecería a un CAGR de 15,2% del 2021 al 2026. El modelo de suscripción es el que prevalece, aunque los usuarios son, relativamente, sensibles a las variaciones de precios. Si

Valuación de Netflix Inc.

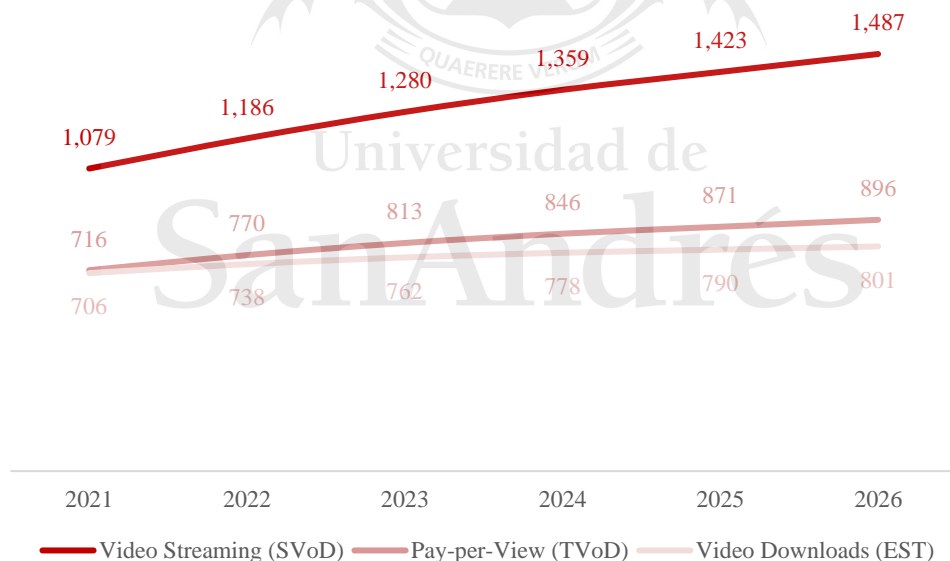
bien, de los tres mercados más grandes es el que más crecimiento tendría en los próximos años, por decisión del gobierno chino, Netflix no está habilitada para operar en ese país.

Dentro de la industria, las variables que marcan el curso del crecimiento de los ingresos son, por un lado, la cantidad de usuarios del servicio de VoD y, por otro, el precio promedio que pagan a cambio del servicio.

Respecto de la primera, se estima que los usuarios crezcan a un CAGR del 4,9% del 2021 al 2026, pasando de 2.500 millones de usuarios a nivel global a 3.184 millones, con un 47% de los mismos utilizando un modelo comercial de suscripción (SVoD). Dentro de los 3 modelos comerciales, el que tendría el mayor crecimiento, según Statista, sería el modelo de suscripción con un CAGR del 6,6% y un total de usuarios al 2026 de 1.487 millones.

Gráfico 21. Proyección de usuarios de VoD a nivel global desde 2021 a 2026

En millones de usuarios

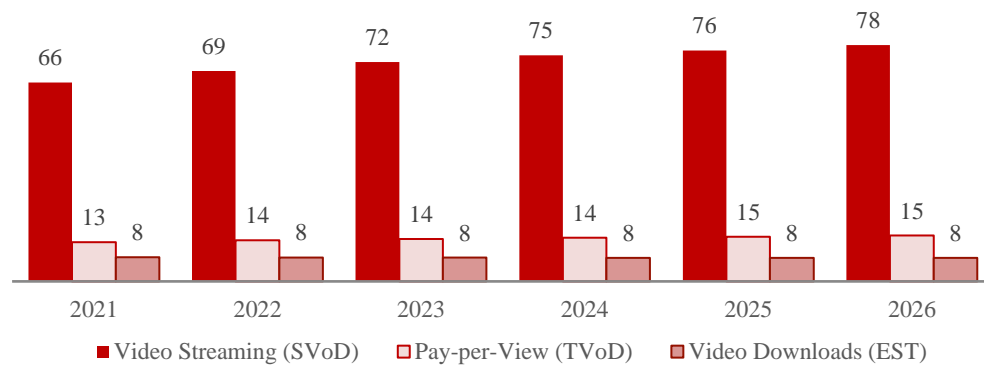


Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

Respecto del ingreso promedio por usuario (Average Revenue Per User – ARPU), el mayor crecimiento se estima en el modelo de suscripción, pasando de USD 66 en 2021 a USD 78 en 2026.

Gráfico 22. Proyección de ingreso promedio anual por usuario de Video-on-Demand a nivel global desde 2021 a 2026

En USD

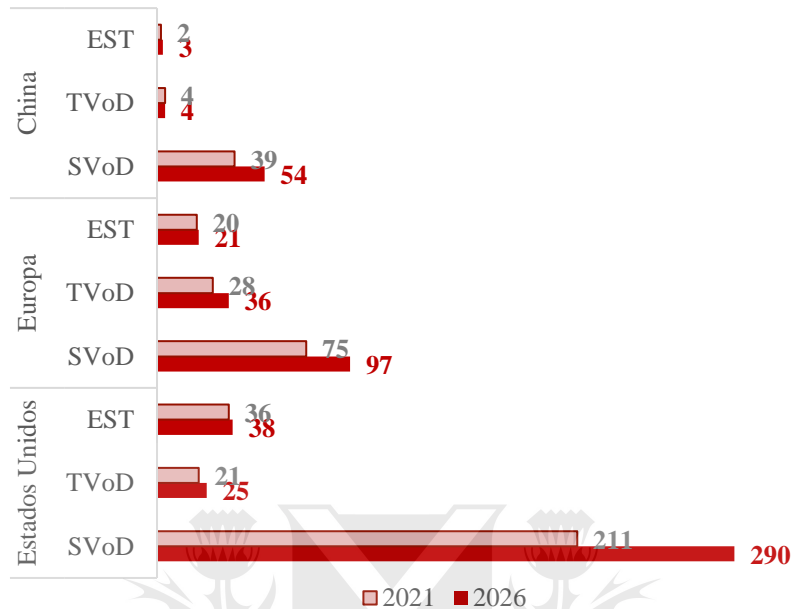


Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

Al observar esta variable por región, se destaca que Estados Unidos es el país con mayores ingresos por usuario, siendo el modelo de suscripción el más costoso. Hacia 2026 se estima, según Statista, un crecimiento del 37% en los ingresos promedio de suscripción por usuario. En Europa, ese crecimiento sería sólo de un 29%, representando la tercera parte de lo que gastan los usuarios en Estados Unidos. Sin embargo, dentro de Europa, Reino Unido y Alemania son los países con mayores ingresos promedio por usuarios, siendo en 2021 de USD 128 en el primer caso y de USD 95 en el segundo. Por su parte, y como se mencionó anteriormente, China es la región más rezagada en términos de ingresos por usuario, aunque se estima un crecimiento del 38% en los ingresos para el servicio de suscripción hacia el 2026.

Gráfico 23. Proyección de los ingresos promedio por usuario según el modelo comercial desde 2021 a 2026

En USD



Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

2.4.Tendencias de la industria

Dentro de las estrategias comerciales de los servicios de transmisión de video, el contenido exclusivo se convierte en un elemento central. Con el lanzamiento de su servicio de transmisión de video, Netflix creó la posibilidad de acceder legalmente a una amplia gama de películas y series de televisión de una variedad de estudios de producción y editores en un solo lugar. El creciente número de competidores (Disney lanzó su propio servicio de transmisión en 2019) y la costumbre de ver contenido de video sin límites, ha hecho necesario diferenciarse de otros proveedores. Para Netflix y Amazon, centrarse en la producción de contenido exclusivo en el futuro es central y representa una oportunidad para posicionarse como jugadores serios en la industria cinematográfica y, por lo tanto, ganar más suscriptores.

Con “House of Cards”, Netflix comenzó a producir sus propias películas y series de televisión en 2013. Un año después, Amazon se puso al día con su exclusiva serie de televisión “Bosch” y, de ahí en adelante, ambas continuaron sus planes para producir cada vez más contenido

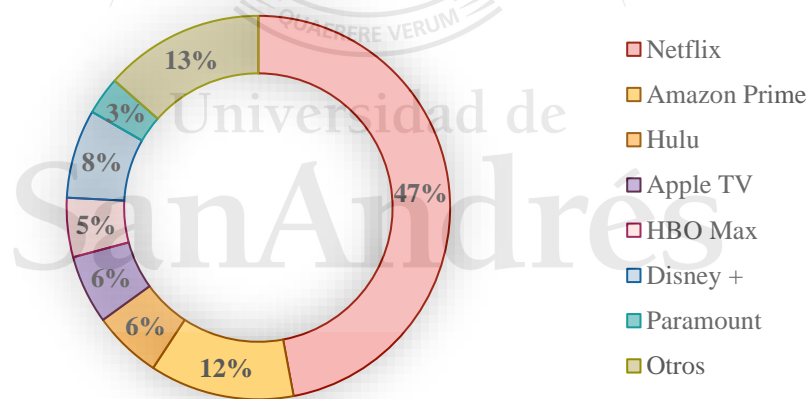
Valuación de Netflix Inc.

de series de televisión y de películas, incluso, ambas compañías también tienen la intención de proyectar sus películas de producción propia en los cines locales.

2.5.Principales Participantes

Dentro de la industria de VoD, Netflix obtuvo el 35% de los ingresos totales del 2021, siendo la plataforma de streaming con mayor demanda a nivel mundial. A partir de una encuesta realizada en 2021 por Statista, se reveló que Netflix posee un 47% del total de la audiencia de contenido de VoD. De allí también surge que los principales competidores son Amazon Prime, Disney+, Hulu, HBO+, Paramount+ y Apple Tv. Si bien todos ellos emplean el modelo comercial de suscripción, algunos ofrecen paquetes a precios más bajos, pero con publicidad incluida, como por ejemplo Hulu, Paramount+ y HBO Max.

Gráfico 20. Participación global en la demanda de servicios de VoD en 2021



Fuente: Elaboración propia en base a informe de Statista “Digital Media Report 2021 – Video On Demand”.

A continuación, se describirán las características de cada uno de los competidores:

2.5.1. Amazon Prime Video

Amazon Prime Video es uno de los servicios de entretenimiento que ofrece la compañía de servicios web, bajo el modelo de suscripción. Dentro de este modelo, también brinda acceso a

Valuación de Netflix Inc.

otro tipo de contenido, incluidos audiolibros, música digital, libros electrónicos y otros servicios de suscripción que no se incluyen dentro de Amazon Web Services.

Al igual que Netflix, Prime Video ofrece miles de películas y programas de televisión, incluyendo contenido propio y contenido bajo licencia. La plataforma está disponible para clientes en más de 200 países de todo el mundo. Adicionalmente, y a diferencia de Netflix, los miembros Prime también pueden suscribirse a más de 100 canales y obtener ofertas especiales para alquilar o comprar películas de estreno. Dentro de su contenido, también incluye deportes y transmisión de fútbol americano.

En 2021, el total de ingresos por suscripción de Amazon que incluye, además de Prime Video, a los demás servicios antes mencionados fue de USD 31.768 millones, incrementándose un 26% respecto al año anterior y creciendo a un CAGR del 34% en los últimos 5 años, por encima del 26% de Netflix.

Respecto a los suscriptores, en 2021 se estima que Amazon Prime poseía más de 200 millones de suscriptores en el mundo y el 74% de los mismos se encontraban en Estados Unidos, mientras que, en el caso de Netflix, esa proporción es mucho más baja, sólo el 34% proviene de la región de UCAN. Se debe destacar que, en los últimos años, la capacidad de Amazon Prime para atraer nuevos miembros mantiene un gran dinamismo, ya que pasó de captar alrededor de 30 millones de nuevos suscriptores en 2020, a 50 millones en 2021.

Respecto al ARPU o ingreso promedio mensual por suscripción, se estima que en 2021 el mismo fue de USD 13, niveles que se mantuvieron estables desde 2018 y que se encuentran por encima de los de Netflix (para 2021 fue de USD 11,67). No obstante, de acuerdo con la última presentación de resultados del 2021, el precio mensual que abonan los suscriptores en los Estados Unidos, donde tienen su base principal (74% en 2021), se incrementaría a USD 15 para el 2022.

Valuación de Netflix Inc.

Por último, y al igual que Netflix, Amazon Prime también basan su estrategia en incrementar la producción de contenido propio para su plataforma. De hecho, como mencionan en su última presentación de resultados del 2021, entre 2018 y 2021 han logrado triplicar la cantidad de contenido propio.

2.5.2. Disney

La compañía ofrece un conjunto de servicios de transmisión de video dentro de lo que ellos denominan como negocios de DTC (“Directo al consumidor”). Los mismos incluyen transmisión de entretenimiento general, familiar, programación deportiva y servicios de distribución de contenidos digitales. Éstos se ofrecen a los clientes directamente o a través de distribuidores externos, por medio de dispositivos móviles conectados a Internet. A diferencia de Netflix y Amazon, Disney posee una variedad que incluye diferentes plataformas y formatos de entrega de contenido de VoD, que son Disney +, ESPN+, Hulu y Star+.

Disney+ se lanzó en Estados Unidos y otros cuatro países en noviembre de 2019 y, luego, en 2020 se extendió a países de Europa occidental, Asia y América Latina y posee planes para continuar expandiéndose globalmente. Es un servicio de transmisión de video bajo suscripción e incluye contenidos de Disney, Pixar, Marvel, Star Wars y National Geographic.

En febrero de 2021, Disney+ amplió su oferta de contenidos de entretenimiento fuera de Estados Unidos y América Latina con el lanzamiento de STAR. En agosto de 2021, STAR+ se lanzó como un servicio de transmisión independiente en América Latina. La programación STAR y STAR+ incluye una variedad de material de entretenimiento general, tanto producidos en estudios de Disney, como adquiridos mediante licencias y, también, incluye deportes en vivo.

Si bien la mayoría de los ingresos de Disney+ se derivan de las tarifas de suscripción, en algunas regiones (India, Indonesia, Malasia, Tailandia) Disney+ genera ingresos por publicidad.

Valuación de Netflix Inc.

Una particularidad de la compañía es que el contenido de cine y televisión que produce, en algunos casos, se licencia para redes de televisión de terceros, estaciones de televisión y otros servicios de video, como proveedores de servicios de streaming bajo la modalidad de SVoD, como por ejemplo, Netflix y Amazon.

Adicionalmente, la firma es propietaria de otra plataforma, disponible en Estados Unidos, bajo el nombre de Hulu. La misma también ofrece un servicio de transmisión de video basado en suscripción, con contenido que se produce, se encarga a terceras partes o se compra por medio de licencias. Ofrece dos servicios de SVoD: uno con anuncios comerciales limitados y otro sin anuncios comerciales. A diferencia de Disney+ y Star+, Hulu también incluye un servicio de televisión digital en vivo OTT MVPD (Over the Top - Multichannel Video Programming Distributors, bajo la modalidad de TV en vivo) que se puede combinar con cualquiera de los servicios SVoD. El servicio de TV en vivo de Hulu incluye transmisiones de las principales cadenas de difusión en vivo por cable. Además, ofrece suscripciones a servicios “Premium” como HBOMax, Cinemax, Starz y Showtime, que se pueden agregar al servicio de Hulu. Los ingresos de Hulu se derivan, principalmente, de las tarifas de suscripción y las ventas de publicidad. Disney tiene una participación del 67% y el control operativo total de Hulu, el restante 33% es propiedad de NBC Universal (NBCU).

Al observar la cantidad de suscriptores de Disney, en lo que respecta a Disney+ (incluyendo Star+), hacia el cierre de ejercicio del 2020 (3 de octubre), un año después de su lanzamiento, alcanzaron los 74 millones de suscriptores que, en octubre del 2021, se convirtieron en 118 millones y en julio 2022, en 152 millones. Esto representa un 60% interanual en 2021, mientras que el de Netflix fue sólo del 9%, lo que evidencia un gran dinamismo y crecimiento de la empresa. En lo que respecta a Hulu, al 2 de octubre de 2021, el número estimado de suscriptores, según los

Valuación de Netflix Inc.

informes de gestión internos, fue de 44 millones, creciendo un 20% respecto del año anterior. Por lo tanto, si al cierre del 2021 se consideran en conjunto, ambas compañías tenían 162 millones de suscriptores y hacia julio del 2022 alcanzaron los 198 millones, a sólo 22 millones de suscriptores de diferencia con Netflix (último dato de junio 2002, 220 millones).

Respecto del precio mensual de los servicios de Disney+, cabe destacar que es mucho más bajo que el de Netflix. Al cierre del 2021 ascendían a sólo USD 4,08, mientras que los del servicio de VoD de Hulu se acercaron más a los valores de Netflix y ascendían a USD 12,86.

Por último, las ventas anuales por los servicios de suscripción de Disney ascendieron a USD 12.000 millones en 2021, creciendo a un CAGR del 128%, ya que en 2017 eran sólo de USD 447 millones. Sin embargo, se destaca que la compañía aún tiene pérdidas operativas en este segmento, que en 2021 ascendieron a - USD 1.679 millones versus - USD 2,913 millones en 2020, debido al gasto relacionado con la expansión del negocio, el marketing y gastos administrativos asociados a la expansión de la plataforma de Disney+ en diferentes mercados

2.5.3. Apple TV

Apple ofrece contenido digital a través de servicios basados en suscripción, incluidos Apple Arcade, un servicio de suscripción de juegos; Apple Music, por su parte, brinda a los usuarios una experiencia auditiva seleccionada con estaciones de radio a pedido; Apple News+, un servicio de noticias y revistas por suscripción; y Apple TV+ que provee contenido original exclusivo. Adicionalmente, en 2021, la Compañía lanzó Apple Fitness+, un servicio de fitness personalizado que también es parte de este segmento.

La firma produce su propio contenido digital y, también, posee licencias de terceros para ofrecer en sus plataformas. Respecto al contenido propio, en su último reporte de resultados resaltaron las dificultades que enfrentan debido a la intensa y creciente competencia, a las

Valuación de Netflix Inc.

restricciones adicionales provocadas por la pandemia de COVID-19 y al incremento en los costos de producción del contenido digital.

El contenido digital ofrecido por Apple en sus plataformas se reporta en sus estados contables bajo la categoría de servicios, en los que incluyen, además, ingresos por servicios de publicidad, servicios de suscripción de AppleCare, servicios de almacenamiento en la nube y de pago mediante Apple Card. En 2021, el total de ingresos generados a partir de estos servicios ascendió a USD 68.000 millones, sin embargo, no es posible determinar la proporción que corresponde a los servicios de transmisión de video mediante Apple TV, por lo que resulta muy difícil la comparación con Netflix. Tampoco es posible determinar la cantidad de suscriptores ya que ofrecen varios servicios con suscripción a la vez.

Por último, al igual que los servicios de Disney+, la tarifa de Apple TV es mucho más baja que la de Netflix, siendo sólo de USD 4,99.

2.5.4. HBO Max

HBO es parte del grupo de AT&T, produce y distribuye contenido de video de alta calidad. A medida que la industria de la televisión continúa evolucionando, desde un sistema de distribución satelital y de cable a servicios de transmisión de video por internet, la compañía se encuentra en una buena posición para abordar y capitalizar estos cambios. Es por esto que, en mayo de 2020, se lanzó en Estados Unidos HBO Max, un servicio de transmisión de video por suscripción, transmitido mediante internet directamente a los consumidores, sin publicidad, que luego se extendió a América Latina, el Caribe y algunos países de Europa en 2021 y que planea continuar su expansión en 2022.

Antes de la aparición de HBO Max, la compañía poseía ingresos por suscripción basados en las redes de HBO (tanto transmisión satelital por cable, como transmisión digital bajo demanda)

Valuación de Netflix Inc.

y en las redes básicas de Warner Media (como Cinemax) disponibles en Estados Unidos e internacionalmente. Se abonaban a través de distribuidores tradicionales de televisión y digitales en regímenes de pago “Premium” y, en determinados territorios, se incluían en el tramo básico de televisión. Los ingresos de los mismos dependían y dependen de los términos específicos del acuerdo aplicable con los distribuidores, que pueden incluir umbrales de suscriptores, descuentos por volumen y otros descuentos basados en el rendimiento.

En 2021, HBO y HBO Max tenían alrededor de 74 millones de suscriptores en todo el mundo, 47 millones de ellos estaban en Estados Unidos (64%). Esto representa un crecimiento del 21% respecto del 2020, año en el que los suscriptores alcanzaban los 61 millones.

En 2021, los ingresos por servicios de suscripción de HBO y HBO Max fueron de USD 7.723 millones, mientras que en 2020 ascendieron a USD 6.090 millones, por lo que crecieron por encima de Netflix en el último año (27% HBO Max y sólo 19% Netflix).

Respecto de la tarifa mensual, existen dos opciones, una sin publicidad cuya tarifa mensual es de USD 14,99 y otra con publicidad cuya tarifa asciende a USD 9,99 por mes.

2.5.5. Paramount+

Paramount+ se lanzó en 2019 ofreciendo servicios de transmisión en vivo y bajo demanda con un modelo de suscripción, en el que combina contenido de deportes, noticias y entretenimiento. Dentro de este último, presenta un amplio catálogo de series originales, programas exitosos y películas populares en todos los géneros, de producción propia o de terceros.

El servicio está disponible en dos formatos: uno “Premium”, sin publicidad (a excepción del contenido transmitido en vivo) y otro “Essential”, con publicidad por una tarifa mensual más baja. El costo mensual del primero es de USD 9,99 por mes, mientras que el del segundo es de USD 4,99 al mes.

Valuación de Netflix Inc.

En 2021 el total de suscriptores a nivel global ascendió a 56 millones, un 88% superior a los del 2020 debido, por un lado, al contenido lanzado en ese año y, por otro, a la expansión de la plataforma en nuevos mercados. Al igual que en la cantidad de suscriptores, los ingresos de la compañía reflejaron este crecimiento ubicándose en USD 4.193 millones en 2021, un 64% por encima de los del año anterior.

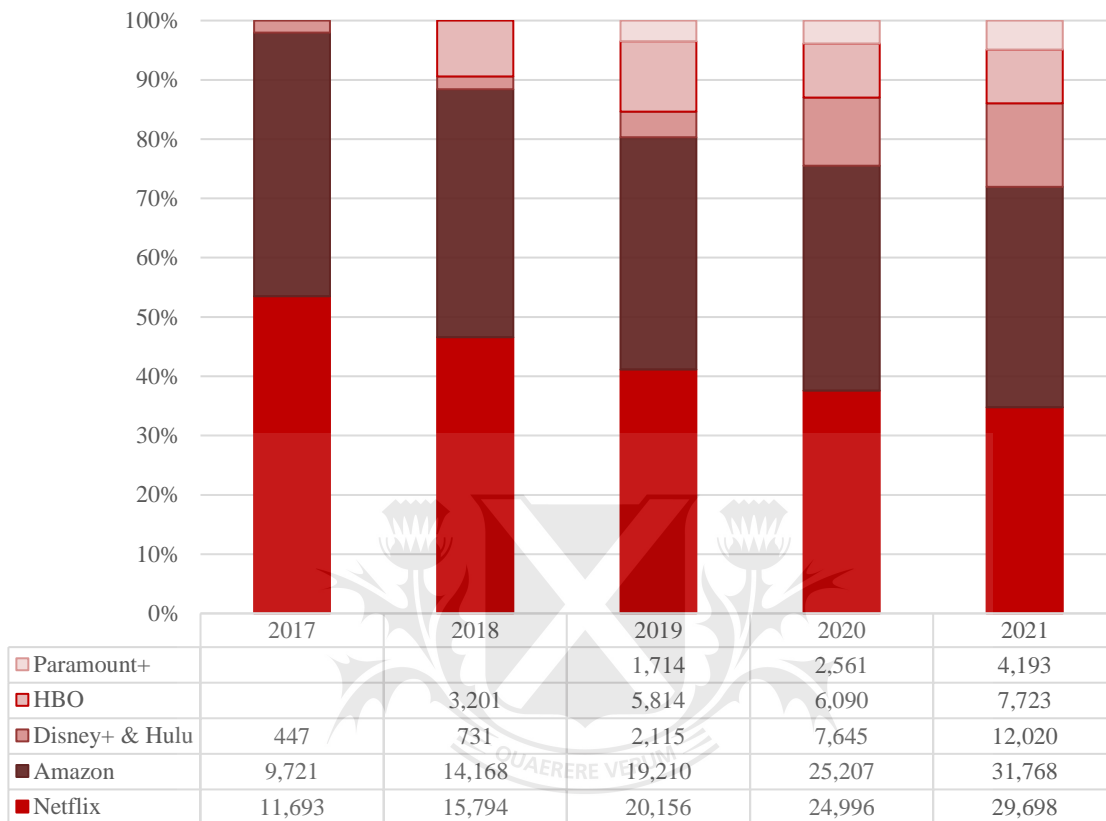
Luego del relevamiento realizado para cada uno de los principales competidores de Netflix dentro de la industria de transmisión de VoD, resulta interesante analizar la evolución de la cuota de mercado de cada uno de ellos. Debido a que no se cuenta con información actualizada al respecto, se construyó una cuota sintética en base a los resultados publicados anualmente por cada uno de los participantes. En este proceso, se definió excluir a Apple Tv dada la imposibilidad de captar los ingresos correspondientes a este segmento particular. Por su parte, en el caso de Amazon Prime, si bien los ingresos incluyen suscripciones por otro tipo de contenido (audiolibros, música digital, libros electrónicos) se considera que es un buen proxy, aunque se debe tener presente que están sobredimensionados.

A partir del gráfico 21 se puede observar, claramente, como está aumentando la competencia en los últimos 5 años dentro de la industria de VoD. Paramount+ se incluye a partir de 2019, año en el que se crea la Plataforma. En el caso de HBO, si bien HBO Max se creó en 2020, en los dos años anteriores la compañía reportó los ingresos por suscripciones relacionados con la transmisión de contenido de HBO por medio de terceros y de sus redes. Finalmente, en el caso de Dinsey, el incremento en los ingresos a partir de 2020 se debe a la incorporación de Disney+, mientras que los servicios de suscripción anteriores provenían de Hulu.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 21. Evolución de las ventas y cuota de mercado de las 5 compañías líderes en servicios de video-on-demand desde 2017 a 2021

Ventas en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los informes de resultados de las compañías.

Del gráfico anterior surge que en 2017 Netflix se encontraba en una posición dominante, con más del 50% de este mercado sintético. Si bien desde ese momento a la actualidad la compañía fue capaz de casi triplicar los ingresos, fue perdiendo market share hasta ubicarse en un 35% de esta cuota sintética. Esto se debe a que la industria de VoD está en plena expansión y jugadores clave de la industria del entretenimiento como Paramount, Disney y HBO que, anteriormente, vendían bajo licencias su contenido a empresas como Netflix y Amazon, decidieron competir directamente con ellos, lanzando sus propias plataformas de streaming.

3. Análisis Financiero

3.1. Indicadores de Rentabilidad

Al realizar un análisis financiero de una compañía, los indicadores de rentabilidad son fundamentales para comprender la capacidad de la empresa para generar ganancias. En este sentido, uno de los indicadores más importantes es el margen operativo, debido a que permite relacionar los resultados generados por las operaciones de la firma en comparación con sus ventas, sin tener en cuenta el efecto de los intereses pagados ni de los impuestos.

Los resultados operativos de Netflix dependen además de los ingresos por ventas, de los costos y gastos asociados a las operaciones, que se detallan a continuación:

- **Costos ventas:** Se encuentran compuestos, principalmente, por las amortizaciones de contenido y, en menor medida, por costos asociados con la adquisición, el pago de licencias, producción de contenido, costos de transmisión y otros costos. La amortización del contenido de la plataforma se realiza durante el período que resulte más corto entre la ventana contractual de disponibilidad de cada título, el período estimado de uso o diez años, a partir del mes en que se encuentra disponible por primera vez para los usuarios. La amortización es acelerada, ya que, por lo general, se espera una mayor visualización inicial debido a los esfuerzos adicionales de comercialización y marketing y, además, la amortización de las películas es más acelerada que la amortización de las series de televisión. Por lo tanto, en promedio, se estima que más del 90% de un activo de contenido licenciado o producido se amortice dentro de los cuatro años posteriores al primer mes en que se encuentra disponible.

Valuación de Netflix Inc.

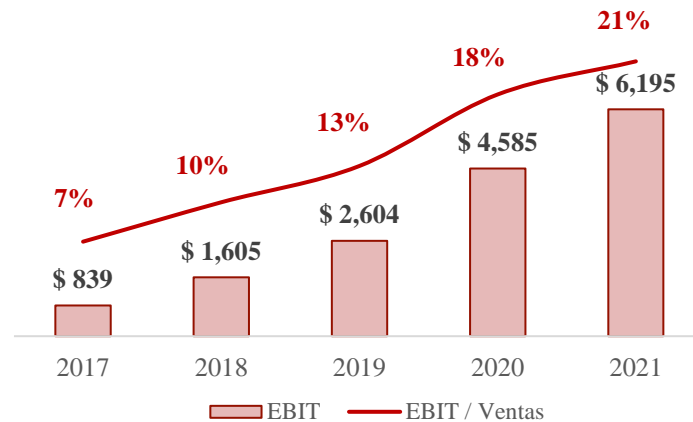
- **Marketing:** Consiste principalmente en gastos de publicidad y ciertos pagos realizados a sus socios de marketing, incluidos los fabricantes de productos o dispositivos electrónicos, distribuidores de televisión o contenido multicanal, operadores móviles y proveedores de internet. Los gastos de publicidad incluyen actividades promocionales como, por ejemplo, publicidad digital y televisiva. También, incluyen los gastos asociados a la plantilla de empleados y otros gastos relacionados con el personal que apoya las actividades de marketing.
- **Tecnología y Desarrollo:** Corresponden principalmente a gastos de la nómina de empleados de tecnología, quienes son los responsables de realizar mejoras en las ofertas de servicios, incluidas las pruebas, el mantenimiento y la modificación de la interfaz del usuario, la comercialización y la infraestructura. Los gastos de tecnología y desarrollo también incluyen los costos asociados con el hardware y software de uso general.
- **Gastos generales y administrativos:** Están compuestos por gastos de la plantilla de empleados y gastos relacionados con el personal corporativo. Los gastos generales y administrativos también incluyen honorarios profesionales y otros gastos corporativos generales.

Como puede observarse en el gráfico 22, los márgenes operativos de Netflix están creciendo a un ritmo acelerado en los últimos 5 años. Los ingresos por ventas crecieron a un CAGR del 26%, mientras que sus resultados operativos lo hicieron a un ritmo del 65%, generando un fuerte impulso en sus márgenes. La rentabilización de sus ingresos surge, fundamentalmente, de la capacidad de la firma para administrar sus costos (que crecieron a un CAGR de sólo 21% en los últimos 5 años), sus gastos en marketing y, en menor medida, en tecnología y desarrollo.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 22. Evolución de los márgenes operativos de Netflix desde 2017 a 2021

EBIT en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Si bien el 2021 fue el año con menor crecimiento de ingresos de los últimos 5 años (19%), Netflix alcanzó los mayores márgenes operativos y logró mantener el crecimiento de 300 pbs que venían experimentando desde 2017 (a excepción del 2020) debido, fundamentalmente, a un menor incremento de los costos de ventas (13%). El menor crecimiento de costos estuvo asociado a un menor incremento en las amortizaciones de contenido. Esto se debe a que la pandemia COVID-19 generó retrasos en el lanzamiento de nuevo contenido tanto en 2020 como en 2021, por lo tanto, mientras que en 2019 el contenido lanzado neto de amortizaciones había crecido un 82% respecto al año anterior, en 2020 y 2021 el crecimiento fue sólo de 33% y 18% respectivamente. Consecuentemente, las amortizaciones que venían creciendo a un ritmo del 22% anual, en 2021 el aumento fue sólo del 13%. De esta forma, los costos de ventas que representaban un 62% de las ventas en 2019, en 2020 se redujo al 61% y en 2021 al 58%.

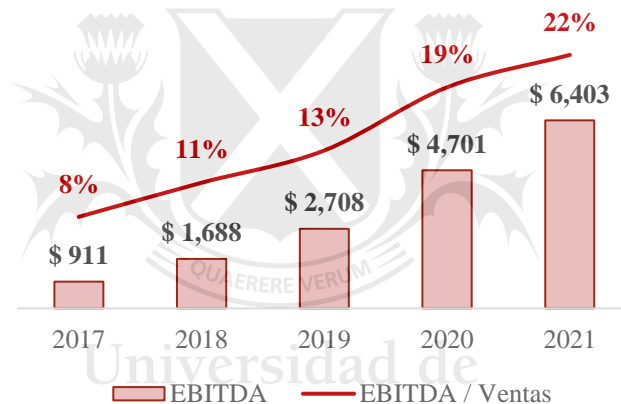
Adicionalmente a los costos de ventas, los gastos en marketing se incrementan a un ritmo mucho más lento que las ventas, de hecho, en 2020 se redujeron un 16% y, si bien en 2018 alcanzaron un 15% de las ventas, esa proporción se redujo a sólo un 9% en 2020 y 2021.

Valuación de Netflix Inc.

Si a los resultados operativos antes de intereses e impuestos se los aísla del efecto de las depreciaciones y amortizaciones de propiedad, equipo e intangibles, se obtiene el EBITDA. El margen EBITDA de Netflix, es decir el EBITDA sobre las ventas, es similar al margen EBIT porque la firma no posee muchos activos de capital que generen grandes depreciaciones. Las depreciaciones y amortizaciones representan en promedio en los últimos 5 años sólo un 0,5% de las ventas y un 0,35% del activo total. De esta forma, la evolución de los últimos 5 años acompaña a la correspondiente al margen operativo.

Gráfico 23. Evolución de los márgenes EBITDA de Netflix desde 2017 a 2021

EBITDA en millones de USD



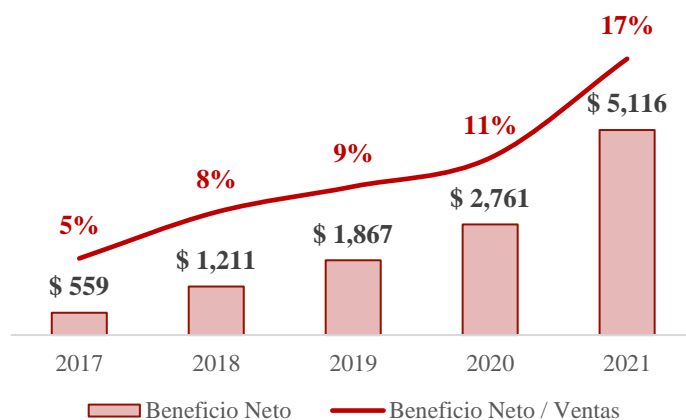
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Al analizar otro de los ratios de rentabilidad, el que asocia el margen neto con las ventas, es decir el resultado operativo neto de pagos de intereses e impuestos, también se observa un crecimiento considerable en los últimos 5 años, ya que en 2021 se ubica más de 3 veces por encima del correspondiente al 2017. El impulso del último año, adicionalmente a lo comentado en los párrafos anteriores, viene dado por una ganancia no monetaria de USD 431 millones por la valuación de la deuda denominada en euros, que se redujo producto de la depreciación de esta moneda frente al dólar en 2021.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 24. Evolución del margen neto sobre las ventas de Netflix desde 2017 a 2021

Margen neto en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Para analizar el ROE, indicador de rentabilidad que relaciona las ganancias obtenidas por la empresa como porcentaje de lo invertido por los accionistas, se empleará el método de Dupont, por medio del cual se descompone el indicador en 3 ratios, de la siguiente manera:

$$ROE = \underbrace{\frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen de Utilidad Neta}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}}_{\text{Rotación de Activos}} \times \underbrace{\frac{\text{Activo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}}_{\text{Multiplicador del Capital}}$$

El primer componente, el margen neto expresa, en términos relativos, la utilidad obtenida por la compañía luego de sustraer a las ventas los costos, gastos e impuestos incurridos. En términos generales, un resultado neto positivo implica que los productos comercializados fueron vendidos a un precio más que suficiente para cubrir los costos y gastos atribuibles. Además, un margen neto positivo facilita la retribución a los accionistas de la compañía a través de dividendos y, si se cuenta con una política de dividendos responsable, los excedentes se convertirán en la caja del futuro de la compañía. Como se analizó anteriormente, el margen neto se encuentra en plena expansión en los últimos años, con un impulso muy fuerte en 2021.

Valuación de Netflix Inc.

El segundo componente, la rotación del activo total, mide la velocidad con la que los activos de la compañía se convierten en ventas. Se debe tener en cuenta que los activos representan las decisiones de inversión de la firma, por lo que se espera contar con la mayor eficiencia posible según sus particularidades. Si se evidencia que, frente al sector o contra períodos anteriores de la empresa, la eficiencia se rezaga, es posible que existan activos improductivos. Al final, cuanto mayor sea la productividad de las inversiones, mayor se espera que sea su rentabilidad global. En el caso de Netflix, y como se observa en la Tabla 2, se aprecia un leve incremento en la productividad de los activos de la compañía. Si bien en los últimos años se reduce el crecimiento interanual de las ventas, los activos también reflejan una reducción en su ritmo de crecimiento y, es por esto, que la rotación del activo se incrementa. Las razones del menor crecimiento de los activos en 2021 se encuentran relacionadas, en primer lugar, con una caída en la caja producto de la recompra de acciones por USD 600 millones, pago de USD 500 millones de deuda al vencimiento, pago por adquisiciones y compras de propiedad y equipo. En segundo lugar, con un menor incremento, tanto en 2020 como en 2021, de los activos de contenido debido a una menor adquisición de contenido por medio de licencias y a las demoras en la producción que se generaron con el confinamiento y las medidas asociadas a la pandemia COVID-19. No obstante, con este menor crecimiento de los activos, la compañía logró, sobre la base de su productividad, alcanzar un buen nivel de ventas manteniendo un ratio de rotación de activos que fue mejor que el de 2020.

Tabla 2. Análisis de Dupont de Netflix desde 2017 a 2021

Cifras en millones de USD

Análisis Dupont	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	11.693	15.794	20.156	24.996	29.698
Resultado Neto	559	1.211	1.867	2.761	5.116
Activos Totales	19.013	25.974	33.976	39.280	44.585
Margen Neto	5%	8%	9%	11%	17%
Rotación de Activos	61%	61%	59%	64%	67%
Multiplicador de Capital	5,31	4,96	4,48	3,55	2,81
ROE	16%	23%	25%	25%	32%

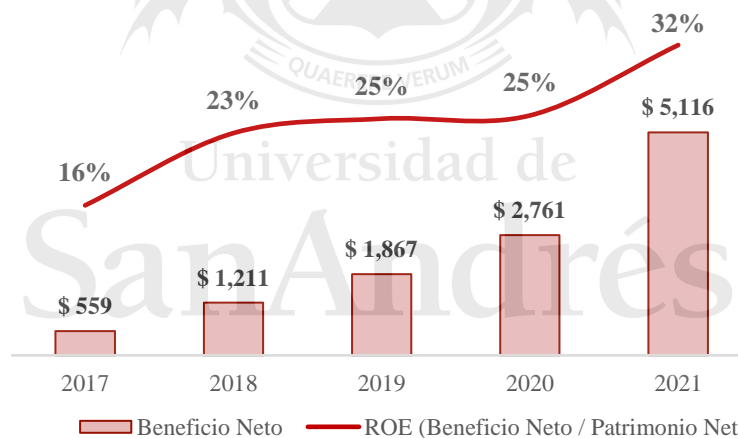
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Valuación de Netflix Inc.

El tercer componente, el multiplicador de capital, puede tomar valores entre uno e infinito. Un resultado de uno indica que la compañía se financia exclusivamente con patrimonio y valores superiores indican un mix entre deuda y aportes de capital. Sin embargo, para entender su relevancia en el ROE DuPont, es preciso decir que la deuda aumenta el riesgo de la firma. Así, a mayor riesgo, se requiere mayor rentabilidad. Lo anterior implica que los accionistas obtienen beneficios sólo si después de retribuir a los tenedores de deuda, quedan excedentes de utilidad y liquidez. En el caso de Netflix, y como se observa en la tabla 2, el apalancamiento se reduce en los últimos cinco años y de forma más acentuada en los últimos dos años. De hecho, en 2021 la firma canceló deudas por USD 500 millones y, además, pronostica para los próximos años una menor necesidad de financiamiento vía deuda, debido al mejor desempeño de su caja.

Gráfico 25. Retorno sobre el capital (ROE) de Netflix desde 2017 a 2021

Cifras en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

De esta forma, al analizar el ROE de los últimos 5 años, se puede concluir, sobre la base de los componentes que lo conforman, que el crecimiento sostenido de los últimos años en la rentabilidad que la empresa aporta como porcentaje del capital invertido por los accionistas, proviene de su capacidad para rentabilizar las ventas por medio de un manejo apropiado de los costos y por una mayor productividad de sus activos que, en su conjunto, generaron en 2021 un flujo de caja positivo que permitió pagar las deudas que vencían ese año y continuar con la política

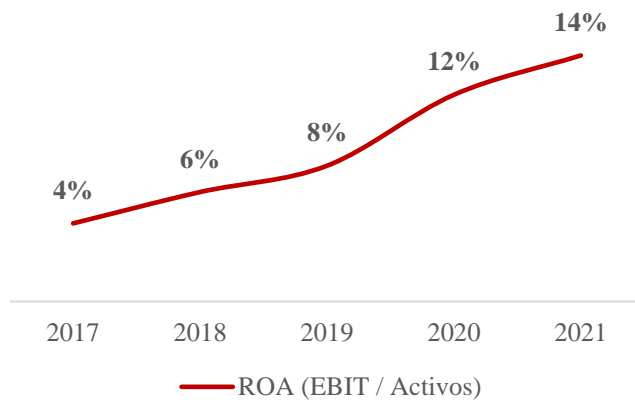
Valuación de Netflix Inc.

de reducción del apalancamiento. Si bien parecía que desde 2018 a 2020 el ROE se estaba estabilizando en niveles en torno al 25%, en 2021 experimentó un nuevo incremento, producto de los motivos mencionados anteriormente.

Por último, el retorno sobre los activos (ROA) de los últimos 5 años, demuestra un crecimiento sostenido en torno a los 200 puntos básicos por año, con un pico de 400 puntos en 2020. El pico del 2020 se debe a un crecimiento considerable del EBIT en ese año, que fue del 76% interanual, mientras que en 2021 fue de menos de la mitad (35%). Si embargo, esto no se vio reflejado en el ROE de ese año debido a que la compañía registró una pérdida de USD 660 millones asociada a variaciones en el tipo de cambio, originada, principalmente, por el ajuste no monetario de la valuación de la deuda denominada en euros que afectó al beneficio neto. Retomando el análisis de ROA, si bien en 2021 el EBIT tuvo el menor crecimiento de los últimos 5 años, se vio compensado por el menor crecimiento de los activos, que también fue el menor de los últimos años. Los motivos del menor crecimiento del EBIT se encuentran relacionados con el menor impulso de las ventas en 2021 y con el un aumento en los gastos generales, principalmente debido al crecimiento en la plantilla de empleados con el objetivo de respaldar el aumento en la actividad de producción y las mejoras continuas del servicio de transmisión. En cuanto a las razones asociadas a la debilidad en el crecimiento de los activos, las mismas se encuentran relacionadas en primer lugar, con una caída en la caja producto de la recompra de acciones por USD 600 millones, pago de USD 500 millones de deuda al vencimiento, pago por adquisiciones y compras de propiedad y equipo. En segundo lugar, con un menor incremento tanto en 2020 como en 2021 de los activos de contenido debido a una menor adquisición de contenido por medio de licencias y a las demoras en la producción que se generaron con el confinamiento y las medidas asociadas a la pandemia COVID-19.

Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 26. Retorno sobre activos (ROA) de Netflix desde 2017 a 2021



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Como síntesis del análisis de rentabilidad de Netflix, se observa que sus ratios se han incrementado sostenida y considerablemente en los últimos 5 años, demostrando una mayor capacidad de la compañía para rentabilizar sus ventas, para mejorar la productividad de sus activos y para reducir su apalancamiento. No obstante, en 2021 comienzan a aparecer algunos signos de dificultad en los márgenes operativos de la firma. En primer lugar, asociados al menor impulso de las ventas que, sumado a la mayor dificultad para atraer nuevos suscriptores, que se vio en la sección de descripción de la empresa, podrían condicionar el crecimiento futuro. En segundo lugar, pero también asociado a lo anterior, se observa un menor crecimiento de los resultados operativos por incrementos en los gastos generales y en tecnología y desarrollo para mantener un buen nivel en los servicios prestados. Por lo tanto, y según cómo continúe evolucionando la compañía, podría pensarse que estaría alcanzando una etapa de menor crecimiento y de sostenibilidad o aplanamiento de los ratios observados hasta el momento.

3.2. Indicadores de Gestión Operativa o de Actividad

Teniendo en cuenta que Netflix no registra su activo de contenido como inventario, sino que, por el contrario, considera todo el contenido como activo no corriente, para calcular el capital de trabajo se consideró que el contenido que se espera que se visualice dentro del próximo año, es

Valuación de Netflix Inc.

decir, aquel contenido que se amortice en ese período, sería lo más aproximado a un inventario de la compañía. Adicionalmente a esto, se consideró dentro de los activos corrientes a las cuentas por cobrar, que surgen a partir de la base de los socios comerciales de la compañía que cobran cuotas de membresía en su nombre. Respecto del pasivo no corriente, se consideraron las cuentas por pagar y el pasivo corriente de contenido que incluyen montos relacionados con la adquisición, licencia y producción de contenido. Sobre la base de esto, surge que, como se observa en la Tabla 3, al cierre del 2021, el porcentaje de capital de trabajo respecto de las ventas de Netflix fue del 15%, y el promedio de los últimos 5 años fue del 11%. Es decir, que la firma destinó en 2021, 15 centavos por cada dólar vendido para hacer frente a los gastos operativos necesarios para que la compañía funcione.

Tabla 3. Evolución del capital de trabajo de Netflix desde 2017 a 2021

Cifras en millones de USD

	2017	2018	2019	2020	2021
Activos Corrientes	4.664	6.393	7.799	8.431	9.548
Pasivos Corrientes	4.173	5.245	5.088	5.086	5.130
Capital de Trabajo	491	1.149	2.711	3.345	4.418
Cambios en Capital de Trabajo	585	657	1.563	634	1.073
Capital de Trabajo / Ventas	4%	7%	13%	13%	15%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

3.3. Estructura de Capital y Endeudamiento

Para comenzar con el análisis de la estructura de capital y el endeudamiento de la empresa, se analiza el endeudamiento total, es decir, el pasivo total sobre el patrimonio neto, con el fin de tener una idea general de cómo se comportaron estas variables en los últimos 5 años. Como se desprende de la Tabla 4, este ratio disminuyó, pasando de representar 4,3 veces del patrimonio en 2017 a sólo 1,8 en 2021. A lo largo de los últimos 5 años, en promedio el 52% del pasivo está compuesto por deuda financiera y, por lo tanto, la deuda financiera como porcentaje del capital también se redujo considerablemente.

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 4. Evolución del endeudamiento de Netflix desde 2017 a 2021

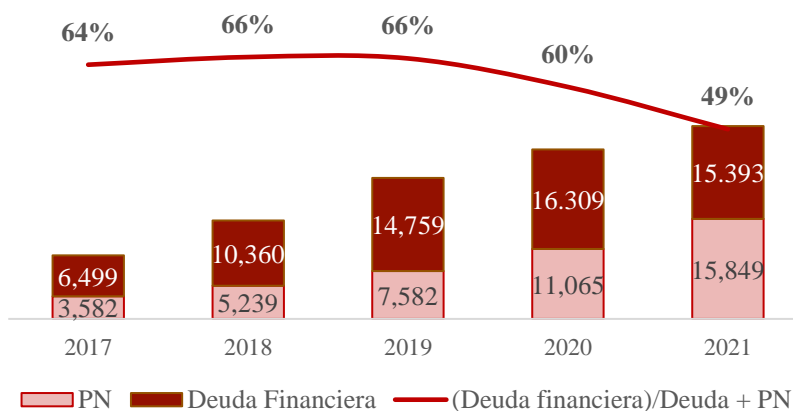
Endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021
Pasivo Total / Patrimonio Neto	4,31	3,96	3,48	2,55	1,81
Deuda Financiera / Pasivo	0,42	0,50	0,56	0,58	0,54
Deuda Financiera / Patrimonio Neto	1,81	1,98	1,95	1,47	0,97

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

A partir de estos indicadores, queda clara la estrategia de la compañía orientada hacia una reducción en su nivel apalancamiento debido a que, mientras que en 2017 se financiaba principalmente con deuda financiera, representando un 64% de la estructura de capital, como se observa en el gráfico 27, en 2021 esa proporción se redujo al 49%. Esto ocurrió porque el patrimonio neto creció a una tasa estable en torno al 45% interanual impulsado, principalmente, por las mayores ganancias retenidas mientras que, la deuda financiera tuvo un comportamiento diferente, en 2017 había crecido un 59% interanual y en 2021, por el contrario, se contrajo, cayendo un 6% respecto al año anterior. Esta caída se encuentra asociada, por un lado, a que la firma no emitió nueva deuda en 2021 y, por otro, al vencimiento y pago en febrero de ese año de USD 916 millones de deuda corporativa, por USD 500 millones de capital de bonos senior al 5,375% de interés. La perspectiva hacia adelante, según la firma, es continuar con esta tendencia, favorecidos por un mejor desempeño esperado en el flujo libre de caja.

Gráfico 27. Evolución deuda financiera y patrimonio neto de Netflix desde 2017 a 2021

En millones de USD

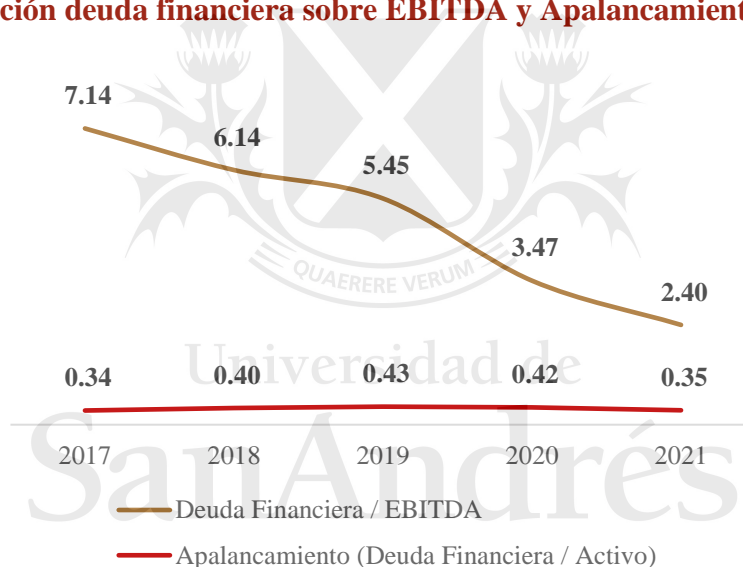


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Valuación de Netflix Inc.

Lo comentado anteriormente también se ve reflejado en el ratio de apalancamiento, que arroja un valor de 0,35 en 2021, es decir que la deuda financiera representa un 35% de los activos totales, y alcanzó un pico en 2019 y se redujo a partir de allí hasta alcanzar en 2021 niveles del 2017. Al analizar la deuda financiera sobre el EBITDA se ve claramente la reducción experimentada desde 2017 al 2021 generada, por un lado, por el menor crecimiento de la deuda a partir del 2020 y, por otro, por el crecimiento sostenido del EBITDA en los últimos 5 años. Por lo que la compañía pasó de necesitar 7 EBITDAs en 2017 para cancelar su deuda financiera a sólo 2,4 en 5 años.

Gráfico 28. Evolución deuda financiera sobre EBITDA y Apalancamiento de Netflix desde 2017 a 2021

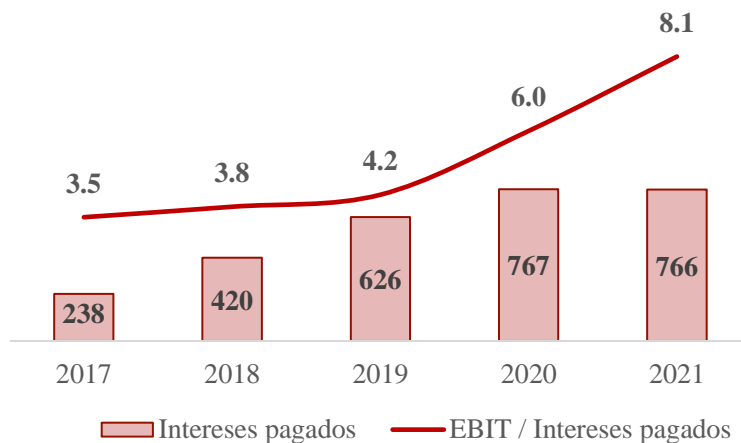


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

Otro ratio importante al analizar la salud crediticia de la firma, es evaluar la cobertura de intereses. Este ratio indica en qué proporción el pago de intereses es cubierto por los resultados operativos y se calcula como el cociente entre el EBIT y los intereses pagados. También, con este indicador se puede apreciar la creciente capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas, en 2017 con sus resultados operativos cubría 3,5 veces los pagos de intereses y, en 2021, la cobertura más que se duplica, alcanzando niveles de 8,1 veces.

Gráfico 29. Evolución de la cobertura de intereses por medio de los resultados operativos de Netflix desde 2017 a 2021

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

3.4. Indicadores de la Industria

En la industria de la transmisión de VoD, los indicadores más relevantes que se suelen seguir son: el total de suscriptores adicionales del período, es decir, la diferencia entre el total de suscriptores al final de período y el total de suscriptores del período anterior, la tasa de abandono, que representa el total de suscriptores que se han dado de baja durante el período, la tasa de retención de clientes, el costo de adquisición de nuevos clientes, el valor de vida del cliente y el ingreso promedio por clientes, entre otros.

En el gráfico siguiente, se muestran los usuarios adicionales de Netflix de los últimos 5 años. Del mismo surge que 2018 fue un año con un gran crecimiento de suscriptores, de la mano de la expansión internacional de la compañía, sin embargo, al año siguiente fue difícil alcanzar el mismo nivel de crecimiento y, por el contrario, se evidenció una meseta, con casi la misma cantidad de suscriptores adicionales del año anterior. Esta debilidad se observó, fundamentalmente, en la región de UCAN que, debido al alto nivel de penetración en el mercado, fue la única región en la que no aumentaron los suscriptores adicionales respecto del año anterior. El 2020, con el advenimiento de la pandemia y el confinamiento de millones de personas, que no

Valuación de Netflix Inc.

podían ir al cine, salir, ni disfrutar de otro tipo de entretenimientos, Netflix logró incrementar nuevamente sus suscriptores por encima aún de los niveles alcanzados en 2018. No obstante, la debilidad que se había visto en 2019 no tardó en llegar y, en 2021 con la salida de la pandemia, los suscriptores adicionales de Netflix fueron los más bajos de los últimos 5 años evidenciando una incipiente saturación del mercado, una mayor dificultad para atraer y retener usuarios y una mayor competencia.

Gráfico 30. Evolución de los usuarios adicionales de Netflix por período desde 2017 a 2021

En millones



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía 2017-2021.

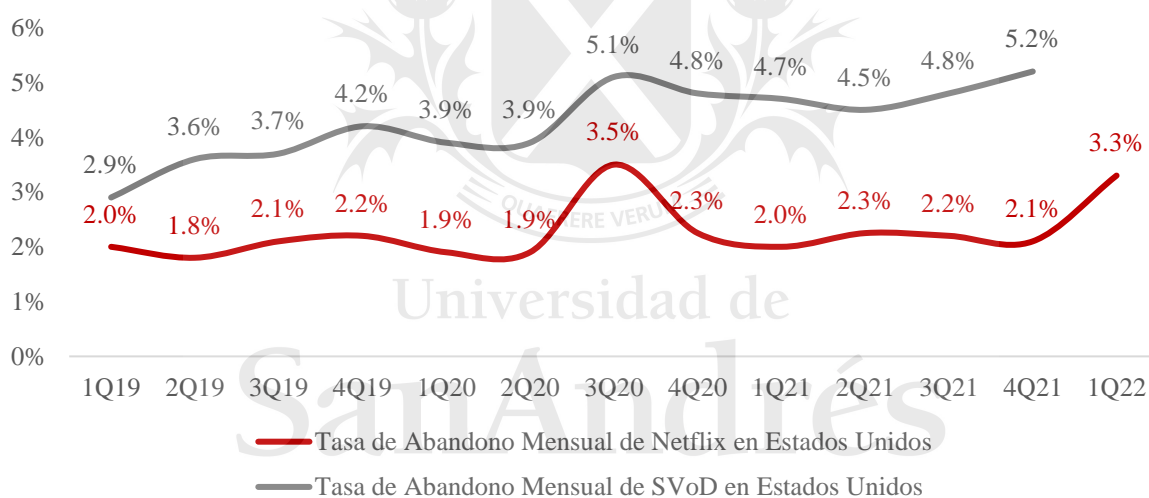
Respecto de la tasa de abandono, se tiene en cuenta la tasa promedio mensual de abandono del servicio en Estados Unidos y Netflix posee la más baja del mercado. Si bien presenta ciertas oscilaciones, en los últimos 3 años se ubicó en torno al 2% según un informe de Antenna³. La excepción de septiembre del 2020 se debió a una campaña de twitter en la que se incitaba a abandonar Netflix por haber lanzado una película denominada “Cuties”, cuyas críticas consideraban que sexualizaba a una niña de 11 años. La película fue lanzada a principios de septiembre 2020 y, en ese mes, la tasa de abandono alcanzó los 3,5% pero en octubre ya se ubicó en 2,2% y, con el correr de los meses, mantuvo sus niveles habituales. Por lo tanto, en líneas

³ <https://www.antenna.live/post/premium-svod-managing-churn>

Valuación de Netflix Inc.

generales, se puede decir que, del total de usuarios de la plataforma, aproximadamente el 2% abandonan el servicio en un mes, mientras que al considerar el mercado total de SVoD, la tasa de abandono se ubica por encima del 3% en todo el período y alcanza niveles del 5%. No obstante, como puede observarse en el informe de Antenna, la compañía evidencia un aumento considerable en la tasa de abandono al primer trimestre del 2022, ubicándose casi en los niveles del pico del 2019, que la adjudican a factores relacionados con la invasión Rusia a Ucrania, factores macroeconómicos en la región de América Latina y, en menor medida, a una mayor competencia e incrementos en los precios del servicio.

Gráfico 31. Evolución de la tasa de abandono en Estados Unidos de Netflix y del mercado de SVoD desde 2019 a 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Antenna.

Al igual que con la tasa de abandono, Netflix también presenta el mejor desempeño en términos de retención de clientes dentro del mercado de los Estados Unidos. Según un informe de Bloomberg Second Measures⁴, en el que analizaron cohortes de usuarios que se suscribieron entre enero de 2021 y enero de 2022 y evaluaron la retención de los mismos en los primeros seis meses de uso del servicio, se destaca que Netflix es el que mayor tasa de retención de usuarios posee. En

⁴ <https://secondmeasure.com/datapoints/streaming-services-customer-retention-ad-free-disney-plus-netfilx-hulu/>

Valuación de Netflix Inc.

el primer mes, Netflix logra retener a un 83% de los suscriptores dados de alta, seguido por Disney+ con 81%, mientras que Paramount es el que refleja una menor tasa de retención en el primer mes con sólo 68%. Al sexto mes de dado de alta el servicio, la tasa de retención promedio de Netflix se ubica en torno al 72%, mientras que Disney+ y Hulu sólo alcanzan valores cercanos al 62% y Paramount, el 46% de retención. Por lo tanto, si bien en el corto plazo (1 mes) Netflix y Disney+ poseen la misma tasa de retención, en un período un poco más largo, de 6 meses, la tasa de retención de Netflix es mucho mejor.

El costo de adquisición de clientes es una medida que se utiliza en marketing para determinar el costo total promedio que representa para una empresa la adquisición de nuevos clientes⁵. Se calcula como el cociente entre los gastos de marketing y los nuevos clientes adquiridos en el período. A partir de la tabla 5, se observa que el costo de adquisición de cada nuevo cliente para Netflix se duplicó en los últimos 5 años. Si bien, año tras año, se incrementaba el costo, en 2020 logró reducirse y alcanzó el nivel más bajo de los últimos años, ubicándose en USD 61. En ese período, los gastos de marketing se redujeron considerablemente y los nuevos suscriptores crecieron impulsados por el confinamiento. Sin embargo, en 2021 el costo de adquisición de nuevos clientes se incrementó más del doble, a USD 140, con gastos en marketing en asenso, pero sin conseguir un impulso fuerte en nuevos suscriptores. En línea con esto, en los últimos 5 años, la cantidad de meses necesaria para recuperar los costos de adquisición de un nuevo cliente (que surge de dividir el costo de adquisición de cada cliente por los ingresos promedio mensuales que los mismos generan) se incrementó de 7 meses en 2017 a 1 año en 2021, dejando en evidencia la mayor dificultad de la compañía para atraer nuevos clientes.

⁵ <https://economipedia.com/definiciones/costo-de-adquisicion-de-clientes.html>.

Valuación de Netflix Inc.

Por el contrario, al analizar cuánto dinero vale para la compañía cada suscriptor que tiene, se observa que en los últimos años el valor que los mismos generan tuvo un crecimiento muy importante. Para calcular este indicador (también conocido por sus siglas en inglés “Customer Lifetime Value” – CLV), en primer lugar, se obtienen los ingresos brutos por cliente que, como se observa en la tabla 5, crecen de manera sostenida en los últimos años. En segundo lugar, se debe considerar la tasa de abandono anual que, según las estimaciones que se pudieron conseguir a partir de la base de información publicada por el Financial Times⁶ para los años 2017 y 2018 y por Antenna⁷ para el resto de los años, pasó de un 38% en 2017 a un 26% en 2021. A partir de estos datos, se obtuvo el valor por cliente en 2017 que ascendía a USD 86, cifra que tuvo un crecimiento muy importante ya que alcanzó los USD 217 en 2021. Con esto se puede apreciar que el valor agregado que genera cada cliente para la compañía es cada vez mayor y, consecuentemente, el costo de adquisición de nuevos clientes también es cada vez más elevado.

Tabla 5. Evolución de indicadores financieros por cliente de Netflix desde 2017 a 2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos en Marketing (en miles de USD)	1.436.281	2.369.469	2.652.462	2.228.362	2.545.146
Clientes Adicionales del período (en miles)	21.554	28.615	27.831	36.573	18.181
Costo de Adquisición de Clientes (en USD)	67	83	95	61	140
Ingresos promedio mensuales por cliente	9,4	10,3	10,8	10,9	11,7
Costo de Adquisición / Ingreso Promedio (meses)	7	8	9	6	12
Ingresos Brutos por cliente (en USD)	33	42	46	48	56
Tasa de abandono anual estimada	38%	28%	24%	29%	26%
Valor de vida del cliente (en USD)	86	149	190	167	217
Valor de vida / Costo de adquisición	1,29	1,80	1,99	2,73	1,55

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, a datos del Financial Times y a datos de Similar Web

⁶ <https://www.ft.com/content/81645c0c-501b-3ecd-9d0c-6a5ae818f011>

⁷ <https://techcrunch.com/2022/05/21/premium-streaming-subscriptions-continue-to-increase-despite-netflix-tribulations/>

Valuación de Netflix Inc.

Por lo tanto, al dividir el valor agregado por cliente sobre el costo de adquisición, se puede concluir que el retorno que genera cada cliente por cada dólar invertido para conseguirlo, creció en los últimos 5 años, acompañado por un mayor precio o ingreso promedio mensual por cliente, una mayor productividad en los costos que generaron mayores ingresos brutos por clientes, una reducción en la tasa de abandono del servicio y, sólo en 2020, un menor gasto en marketing. En 2021, sin embargo, el retorno por cada nuevo cliente se redujo respecto del año anterior y se ubicó en valores por debajo de 2019, en línea con las dificultades que enfrentó la compañía para atraer nuevos suscriptores y para incrementar sus ingresos.

3.5. Comparación con pares del mercado




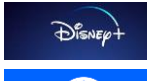


Para concluir el análisis financiero de la compañía, a continuación, se muestran en la tabla 6 los principales ratios de rentabilidad y aquellos relacionados con la estructura de capital y endeudamiento de los principales competidores de Netflix. Con respecto a los primeros, Netflix presenta mejores niveles que todos sus competidores a excepción de Apple. No obstante, como se mencionó anteriormente, Apple es una compañía diferente y sólo uno de los servicios que presta, que representa menos del 20% de sus ventas, es asimilable a Netflix. En cuanto a la estructura de capital, todos los competidores, exceptuando a Apple y AT&T, tienen un menor porcentaje de deuda financiera en su estructura de capital. No obstante, al comparar la deuda financiera con el EBITDA, todos los competidores, menos Amazon y Apple, necesitan más de 2,6 EBITDAs para cancelar su deuda mientras que Netflix sólo requiere de 2,4. Algo similar ocurre con la cobertura, Netflix presenta mayor cobertura sobre sus intereses que Disney, Paramount y AT&T pero menor que Amazon y Apple.

En líneas generales, Netflix posee una posición de privilegio entre sus competidores en lo que respecta a la rentabilización de sus ventas. Adicionalmente, de los competidores analizados,

Valuación de Netflix Inc.

el más similar es Amazon que, si bien tiene peores ratios de rentabilidad, tiene una mejor estructura de capital y endeudamiento que Netflix.

Tabla 6. Comparación de indicadores financieros con pares de Netflix a 2021

	EBIT / Ventas	EBITDA/ Ventas	Beneficio Neto / Ventas	ROE	ROA	Deuda / D+PN	Deuda / EBITDA	Apalanca- miento	EBIT/ Intereses
	9%	16%	7%	29%	9%	26%	0,66	30%	22,09
	30%	34%	26%	147%	28%	66%	1,01	36%	46,55
	17%	34%	12%	12%	4%	55%	3,53	36%	4,10
	5%	14%	3%	2%	1%	38%	5,90	27%	2,22
	14%	23%	16%	24%	8%	44%	2,69	30%	3,89
	21%	22%	17%	32%	14%	49%	2,40	35%	8,09

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías.

Universidad de
San Andrés

4. Valuación

En esta sección, tomando como base toda la información relevada respecto de la descripción del negocio, el análisis de la industria y el análisis financiero de la compañía, se realizó la valuación de Netflix al 31 de diciembre de 2021, con el objetivo de estimar el valor intrínseco del capital accionario de la compañía en ese momento. La fecha seleccionada corresponde al último cierre de ejercicios de la firma.

La misma se efectuó por medio de dos métodos diferentes, por un lado, por el método del descuento de flujo de fondos (DCF por sus siglas en inglés) y, por otro, por medio de múltiplos de valuación.

4.1. Valuación por flujo de Fondos Descontados (DCF)

Según la metodología de DCF, el valor de una compañía surge de la suma de los flujos de fondos disponibles que la empresa espera generar en el futuro, descontados a la tasa que refleja el costo de financiamiento de la firma.

El flujo de fondos disponibles para la empresa es aquel que ha generado en un período de tiempo y que se encuentra “libre” para ser distribuido entre los inversores, ya sean accionistas o acreedores. El mismo surge del flujo de caja de la firma luego del pago de gastos operativos, necesidades de reinversión y pago de impuestos, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como intereses.

Para construir los flujos, es necesario estimar la vida del negocio que se asume ilimitada o infinita, ya que se espera que la compañía genere fondos por un período de tiempo prolongado. Por lo tanto, se realizó una proyección de 5 años, momento en el cual se estima que la compañía llegaría a una etapa de madurez y, luego, se incorporó una estimación del valor terminal, que equivale al flujo de fondos a perpetuidad.

Valuación de Netflix Inc.

También, se identificaron los factores que afectan el crecimiento de las ventas de la empresa y a los márgenes operativos en el futuro. Adicionalmente, se consideraron las necesidades de CAPEX (gastos en capital o “capital expenditures” en inglés), las depreciaciones, amortizaciones y las variaciones en el capital de trabajo.

Para poder arribar al valor presente del flujo de fondos, fue necesario utilizar una tasa de descuento que refleje los riesgos, las preferencias de los individuos por los fondos presentes frente a los futuros (valor tiempo del dinero) y el costo de oportunidad. El factor de descuento más utilizado para este cálculo es el costo promedio ponderado de capital que considera, por un lado, el costo de los fondos propios y, por otro, el costo de la deuda para la firma, teniendo en cuenta su estructura de capital. Para calcular el costo del capital propio se empleó el modelo CAPM (por sus siglas en inglés – Capital Assets Pricing Model), utilizando como tasa libre de riesgo la tasa de bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años; para la prima de riesgo, los retornos históricos del índice S&P y, por último, se calculó el beta de la compañía mediante una regresión lineal considerando las variaciones entre los retornos históricos de Netflix y del mercado (índice S&P).

De esta forma, el valor presente del flujo de fondos se compone de la siguiente manera:

$$VP = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{Valor\ Terminal}{(1+r)^N}$$

Y,

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFF_{(N+1)}}{r - g}$$

Donde:

VP: Valor presente del flujo de fondos.

FCFF: Flujo de fondos disponible para la firma en el momento “t”.

r: Tasa de descuento.

Valuación de Netflix Inc.

g: Tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad.

4.1.1 Flujo de fondos disponible para la firma (DCF)

El flujo de fondos disponible para la firma es aquel que resulta de restarle al resultado operativo los impuestos, sumarle las depreciaciones y amortizaciones para eliminar el impacto de las mismas y, por último, descontar las necesidades de inversión en capital de activos fijos o bienes de uso y el capital de trabajo. Por lo tanto, puede resumirse mediante la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & EBIT \times (1 - \text{alícuota impositiva}) \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ & \pm \text{Variaciones del capital de trabajo} \end{aligned}$$

Flujo de fondos disponible para la firma

Para proyectar el EBIT, en primer lugar, se estimaron las ventas de la compañía para los próximos 5 años. Para tal fin, se tuvieron en cuenta las proyecciones del mercado de SVoD que, si bien en los últimos años creció a un CAGR del 27%, para los próximos 5 años, según Statista, lo haría en sólo un 10%. Dado que las ventas de los servicios de VoD dependen de la cantidad de suscriptores y el ingreso promedio que éstos generan (ARPU), se consideraron cada una de estas variables para la proyección. En el caso de la industria, se estima que los suscriptores crecerán a un CAGR del 6,6% mientras que el ARPU lo hará en sólo 3,4%. No obstante, y a partir de lo analizado en apartados anteriores, el comportamiento de las distintas regiones en las que opera Netflix no es homogéneo, por lo tanto, las proyecciones de la cantidad de suscriptores y del ARPU se realizaron por región considerando las perspectivas de crecimiento de Statista sobre la industria para cada una de ellas que se muestran en la tabla a continuación.

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 7. Proyección de crecimiento de ventas, suscriptores y ARPU de la industria de SVoD por región geográfica para el período de 2022 hasta 2026

Cifras en millones de USD excepto el ARPU en USD

Industria	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	CAGR
Ventas	71.400	82.500	92.900	101.400	108.900	116.400	10,3%
UCAN	32.082	36.517	40.285	43.357	45.789	48.140	8,5%
EMEA	12.750	14.320	15.640	16.544	17.898	18.236	7,4%
LATAM	5.531	6.083	6.730	7.512	8.342	9.115	10,5%
APAC	21.047	25.572	30.284	34.040	36.822	40.960	14,2%
Suscriptores	1.079	1.186	1.280	1.359	1.423	1.487	6,6%
UCAN	152	158	162	164	165	166	1,8%
EMEA	170	179	184	188	192	194	2,7%
LATAM	75	79	82	88	97	103	6,6%
APAC	682	770	853	920	969	1.024	8,5%
ARPU	66	70	73	75	77	78	3,4%
UCAN	211	231	249	265	278	290	6,6%
EMEA	75	80	85	88	93	94	4,6%
LATAM	74	77	82	85	86	88	3,7%
APAC	31	33	36	37	38	40	5,3%
Variación Ventas	24%	16%	13%	9%	7%	7%	
UCAN	21%	14%	10%	8%	6%	5%	
EMEA	19%	12%	9%	6%	8%	2%	
LATAM	15%	10%	11%	12%	11%	9%	
APAC	33%	22%	18%	12%	8%	11%	
Variación Suscriptores	12%	10%	8%	6%	5%	4%	
UCAN	6%	4%	2%	1%	1%	1%	
EMEA	17%	5%	3%	2%	2%	1%	
LATAM	7%	5%	4%	7%	10%	6%	
APAC	13%	13%	11%	8%	5%	6%	
Variación ARPU	10%	5%	4%	3%	3%	2%	
UCAN	11%	10%	8%	6%	5%	4%	
EMEA	17%	7%	6%	4%	6%	1%	
LATAM	6%	4%	7%	4%	1%	3%	
APAC	8%	8%	7%	4%	3%	5%	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statista

A partir de estas proyecciones de la industria se realizaron los siguientes supuestos para las estimaciones de Netflix:

Valuación de Netflix Inc.

- **UCAN:** Según las proyecciones de Statista del 2021 al 2026 los suscriptores de esta región crecerán a un CAGR del 1,8% mientras que el ARPU lo hará en un 6,6% y todos los años por encima de la inflación estimada.
 - *Suscriptores:* Considerando que Netflix en el último año (2021) creció en suscriptores muy por debajo de la industria (sólo alcanzó un 30% del nivel de crecimiento de la misma), y teniendo en cuenta que al segundo semestre del 2022 acumula una caída de suscriptores en torno a los 2 millones, es razonable esperar que continúen creciendo por debajo de la industria. Por lo tanto, para 2022 el crecimiento se proyectó en un 80% debajo de la industria y para los años posteriores será sólo el 50% del crecimiento de la misma.
 - *ARPU:* Si bien el último año el ARPU de Netflix creció en línea con la inflación pero por debajo del incremento de la industria, al segundo semestre del 2022 se observa un crecimiento por encima de la inflación y en línea con las proyecciones de la industria. Por lo tanto, los próximos años se proyectaron en línea con la misma.
- **EMEA:** Según las proyecciones de Statista del 2021 al 2026 los suscriptores de esta región crecerán a un CAGR del 2,7% mientras que el ARPU lo hará en un 4,6% y todos los años por encima de la inflación estimada, a excepción del último.
 - *Suscriptores:* Durante 2019 y 2020 Netflix tuvo un desempeño excepcional en esta región, pero no logró repetirlo en 2021, año en el que creció por debajo de la industria (un 36% por debajo). Adicionalmente, a junio de 2022 lleva perdidos 1 millón de suscriptores en esta región, en parte debido a lo

Valuación de Netflix Inc.

comentado anteriormente por la invasión de Rusia a Ucrania. Con estas perspectivas, para la proyección se asumió que el crecimiento de suscriptores será en todo el período sólo un 70% del proyectado para la industria.

- *ARPU*: En el caso de Netflix en 2021 creció apenas por debajo de la inflación, sin embargo, en los primeros seis meses del 2022 acumula una caída del 4% interanual debido al debilitamiento del euro con respecto al dólar. Por lo tanto, sería muy desafiante que creciera todos los años por encima de la inflación como se proyecta para la industria. De esta forma, se definió que el incremento proyectado para Netflix será de sólo un 30% del crecimiento de la industria en 2022 y luego se mantendría en un 60% del mismo.
- **LATAM**: Según las proyecciones de Statista del 2021 al 2026 los suscriptores de esta región crecerán a un CAGR del 6,6% mientras que el ARPU lo hará en un 3,7% y dos de los cinco años lo haría por debajo de la inflación.
 - *Suscriptores*: El caso de esta región con respecto a los suscriptores es similar al de EMEA, con crecimientos muy importantes en 2019 y 2020 pero con menor impulso en 2021. No obstante, en este último año y a diferencia de EMEA, logró crecer casi en línea con la industria y, en el primer semestre del 2022 perdió menos suscriptores (400.000). Por lo tanto, dado el potencial de la región en términos de crecimiento poblacional, y el desempeño alcanzado hasta el momento, se proyecta que crecerá en línea con la industria.

Valuación de Netflix Inc.

- *ARPU*: En 2021 el crecimiento de la industria fue por debajo de la inflación (6%) y el de Netflix fue aún por debajo de la industria (3,8%). Como se mencionó en apartados anteriores, se trata de una región con crisis macroeconómicas recurrentes y, en algunos casos, con devaluaciones frecuentes de la moneda. Por lo tanto, es esperable que crezca a un menor ritmo que la inflación y a sólo un 50% de la proyección de la industria.
- **APAC**: Según las proyecciones de Statista del 2021 al 2026 los suscriptores de esta región crecerán a un CAGR del 8,5% mientras que el ARPU lo hará en un 5,3% y y todos los años por encima de la inflación estimada.
 - *Suscriptores*: El crecimiento en esta región para Netflix ha sido muy positivo en los últimos años y lo sigue siendo actualmente. En 2021 superó a la industria y considerando el potencial que aún tiene se asume que continuará creciendo un 10% por encima de la industria.
 - *ARPU*: Respecto a este componente, en 2021 creció por debajo de la inflación tanto en la industria como en el caso de Netflix. Además, a junio 2022, acumula una caída interanual del 9% debido a la estrategia de la compañía de reducción de precios en India. Por lo tanto, si bien las proyecciones de la industria se ubican por encima de la inflación todos los años, en el caso de Netflix se estima que crezca sólo un 70% de lo proyectado para la industria.

En consecuencia, y a partir de los supuestos realizados, las proyecciones para Netflix se muestran en la tabla continuación:

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 8. Proyección de suscriptores, ARPU y ventas por región geográfica de Netflix desde 2022 hasta 2026

Cifras en millones de USD excepto el ARPU en USD

Netflix	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Suscriptores	222	232	240	249	258	265
UCAN	75	76	77	77	77	78
EMEA	74	77	78	79	81	81
LATAM	40	42	44	47	52	55
APAC	33	37	42	45	48	51
ARPU	134	140	147	151	155	158
UCAN	172	189	204	217	227	237
EMEA	131	134	139	142	147	147
LATAM	90	91	95	96	97	98
APAC	100	105	111	114	116	120
Ventas	29.698	32.372	35.219	37.638	39.965	41.904
UCAN	12.972	14.331	15.629	16.713	17.581	18.422
EMEA	9.700	10.260	10.853	11.252	11.826	11.972
LATAM	3.577	3.851	4.129	4.520	5.001	5.387
APAC	3.267	3.929	4.608	5.153	5.559	6.123
Crecimiento Ventas		9%	9%	7%	6%	5%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía y datos proyectados de Statista

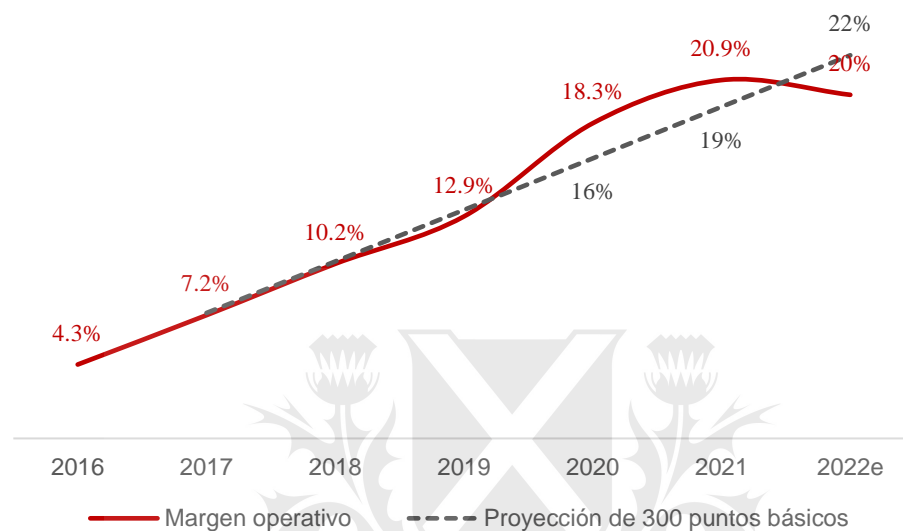
Es así que, el desaceleramiento en el crecimiento de las ventas proyectado, resultaría en una caída de la cuota de mercado de 470 puntos básicos y estaría reflejando una instancia de transición hacia una etapa de menor dinamismo.

Para proyectar el EBIT de la compañía, una vez que estén disponibles las ventas estimadas, fue necesario proyectar los márgenes operativos. En los últimos 5 años los márgenes crecieron, anualmente, en torno a 300 puntos básicos, independientemente del crecimiento de las ventas que, en algunos años fue mayor que en otros. Para el 2022, en la carta a los accionistas de fines del 2021, la compañía expresó que el margen operativo se mantendrá alrededor del 20% debido, fundamentalmente, a dos factores. Por un lado, a que en los últimos dos años el crecimiento de márgenes superó el crecimiento lineal de 300 puntos básicos proyectado, dejando cierto espacio para los años siguientes y, por otro lado, debido a la apreciación del dólar, dado que cerca del 60%

Valuación de Netflix Inc.

de los ingresos provienen de países fuera de Estados Unidos y, por lo tanto, con la apreciación estimada para 2022 de esta moneda, el impacto en el margen será negativo alrededor de 2 puntos porcentuales.

Gráfico 32. Evolución del margen operativo real y proyectado de Netflix desde 2016 a 2022



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía y carta a los accionistas del cuarto trimestre 2021.

No obstante, en esa misma carta a los inversores, la compañía se comprometió en el mediano plazo y luego del 2022, a continuar con la tendencia lineal de crecimiento de márgenes en torno a los 3 puntos porcentuales por año. Sin embargo, debido a las dificultades que esta enfrentando la compañía para continuar con este ritmo de crecimiento, en la proyección se asumió que del 2023 al 2025 crecerá 1,5 puntos porcentuales y en 2026 se mantendrá en 24,5%.

Tabla 9. Proyección de márgenes operativos de Netflix desde 2022 hasta 2026

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	29.698	32.372	35.219	37.638	39.965	41.904
Margen Operativo	21%	20%	21,5%	23%	24,5%	24,5%
EBIT	6.195	6.474	7.572	8.657	9.798	10.267

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Valuación de Netflix Inc.

Continuando con los componentes necesarios para arribar al flujo de fondos disponible para la compañía, se estimaron, en primer lugar, las necesidades de CAPEX y, luego, las amortizaciones y depreciaciones. Las necesidades de inversión en capital en Netflix se encuentran relacionadas con compras de propiedad y equipos y, en el último año, 2021, aparece como inversión en capital la adquisición de “The Roald Dahl Story Company” que, se trata de una compañía que genera todo tipo de contenidos, entre los que se encuentran cine y televisión, tanto de animación como de actores reales, publicaciones, libros, juegos, teatro, productos de consumo, entre otras, y ha creado historias muy conocidas como la de “Matilda” o “Charlie y la fábrica de chocolates”. Por lo tanto, desde 2017 al 2020, la inversión en CAPEX como porcentaje de las ventas fue, en promedio del 1,5% de las mismas, pero, si se suma la adquisición del 2021, el promedio se ubica en torno al 2%.

Tabla 10. Evolución del CAPEX de Netflix desde el 2017 al 2021.

Cifras en millones de USD

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Inversión en Capital	173	174	253	498	1.313	
CAPEX / Ventas	1,5%	1,1%	1,3%	2,0%	4,4%	2,1%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Dado que en los resultados publicados para los dos primeros trimestres del 2022, Netflix continúa realizando algunas adquisiciones, una de una compañía de efectos especiales y otra de juegos, actividad que lanzó en 2021 y en la que planea expandirse, se supone que continuará adquiriendo este tipo de empresas y, por lo tanto, para proyectar el CAPEX se utilizó el promedio de los últimos 5 años, considerando en el mismo el incremento considerable que tuvo en 2021 (pasó de 2% en 2020 a 4,4% en 2021).

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 11. Proyección del CAPEX de Netflix desde 2022 a 2026.

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	29.698	32.372	35.219	37.638	39.965	41.904
Inversión en capital	1.313	664	722	772	819	859
CAPEX / Ventas	4,4%	2%	2%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Respecto a las depreciaciones y amortizaciones de propiedad equipo e intangibles, las mismas oscilaron en los últimos 5 años entre 11,2% y 8% de la propiedad y equipo, con un promedio de 10,2%, que fue el utilizado para la proyección.

Tabla 12. Evolución de las depreciaciones de Netflix desde el 2017 al 2021.

Cifras en millones de USD

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Propiedad y Equipo	641	787	981	1.455	1.940	
Depreciación	11,2%	10,6%	10,6%	8,0%	10,7%	10,2%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

De esta forma, a la propiedad y equipo del 2021 se adicionó la inversión en CAPEX de ese año y eso se tradujo en la propiedad y equipo del año siguiente, sobre el cual se calcularon las depreciaciones, quedando la siguiente proyección:

Tabla 13. Proyección de las depreciaciones de Netflix desde 2022 a 2026.

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Propiedad y Equipo	1.940	3.253	3.916	4.639	5.410	6.230
CAPEX	1.313	664	722	772	819	859
Depreciación	208	332	400	473	552	636

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

El capital de trabajo en el caso de Netflix, como se mencionó en el apartado de análisis financiero de la compañía, tiene algunas particularidades. Dado que la compañía no registra su activo de contenido como inventario, sino que, por el contrario, considera todo el contenido como activo no corriente, para calcular el capital de trabajo se consideró que el contenido que se espera que se visualice dentro del próximo año, es decir el contenido que se amortice en ese período, sería lo más aproximado a un inventario de la compañía. El otro componente del activo corriente

Valuación de Netflix Inc.

corresponde a las cuentas por cobrar, que tienen su origen en los socios comerciales de la firma que cobran cuotas de membresía en su nombre. Respecto del pasivo no corriente se consideraron las cuentas por pagar y el pasivo corriente de contenido que incluyen montos relacionados con la adquisición, licencia y producción de contenido. Como se vio oportunamente, las variaciones en capital de trabajo en los últimos años fueron muy dispares y el capital de trabajo como porcentaje de ventas, también varió considerablemente. Estas variaciones se encuentran relacionadas con el contenido que está disponible en la plataforma en el período de un año, ya que en los últimos 5 años se duplicó, mientras que los pasivos corrientes sólo se incrementaron en un 23%. Por lo tanto, si bien el promedio de capital de trabajo sobre ventas en los últimos años fue del 11%, con mínimos del 4%, se supuso que en los próximos años se estabilizará, junto con el contenido lanzado en la plataforma y un ritmo menos dinámico en las ventas y se ubicará en valores cercanos al 15%, como en 2021.

Tabla 14. Proyección del capital de trabajo de Netflix desde 2022 a 2026.

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Capital de trabajo	4.418	4.816	5.239	5.599	5.945	6.234
Capital de trabajo / Ventas		15%	15%	15%	15%	15%
Variación en Capital de trabajo	1.073	398	423	360	346	288

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Por último, para calcular el flujo de fondos disponible para la firma, se consideró la alícuota impositiva. Si bien la tasa impositiva que impacta en el flujo de fondos disponible para la compañía es la que, efectivamente paga, cuando se proyecta a perpetuidad resulta mejor utilizar la alícuota impositiva corporativa que, en el caso de Estados Unidos, se ubica en un 21%. Si bien Netflix pagó una alícuota efectiva del 12% en 2021, se asume que hacia el final de la proyección, la misma alcanzará la alícuota corporativa de 21% e irá creciendo de forma lineal año tras año.

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 15. Proyección de impuestos de Netflix desde 2022 a 2026.

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	6.195	6.474	7.572	8.657	9.798	10.267
Alícuota impositiva	12%	14%	15%	17%	19%	21%
Impuestos	724	877	1.167	1.495	1.875	2.156

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Con todo lo anterior, la proyección del flujo de fondos disponible para la compañía para los próximos 5 años, momento en que alcanzaría su madurez y, por lo tanto, se estabilizaría es la siguiente:

Tabla 16. Proyección del flujo de fondos disponible de Netflix desde 2022 a 2026.

Cifras en millones de USD

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	6.195	6.474	7.572	8.657	9.798	10.267
Impuestos	(724)	(877)	(1.167)	(1.495)	(1.875)	(2.156)
Depreciación	208	332	400	473	552	636
CAPEX	(1.313)	(664)	(722)	(772)	(820)	(859)
Variación Capital de trabajo	(1.073)	(398)	(423)	(360)	(350)	(285)
Flujo de fondos disponible	3.293	4.868	5.659	6.503	7.305	7.603

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

4.1.2 Tasa de descuento

Una vez que se dispone de la proyección del flujo disponible para la firma, es necesario descontarlo a una tasa que refleje el valor tiempo del dinero, el costo de oportunidad y los riesgos asociados a la inversión y, de esta forma, obtener el valor actual del flujo de fondos.

La tasa de descuento deberá reflejar el costo de financiamiento tanto para los accionistas como para los acreedores y se calculará mediante la fórmula del WACC:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

K_e : costo del capital propio

K_d : costo de la deuda financiera

Valuación de Netflix Inc.

E: valor de mercado del capital propio

D: valor de mercado de la deuda financiera

t: tasa de impuesto a las ganancias

El costo de capital propio representa el retorno que los accionistas esperan obtener al invertir en la compañía, no obstante, los que tienen prioridad para el cobro de los flujos generados por la misma son los acreedores, con lo cual los accionistas tienen un riesgo mayor. El costo de la deuda es, justamente, la tasa de interés que cobran los acreedores.

Para calcular el costo del capital propio, se recurrirá al modelo ampliamente utilizado en finanzas, el modelo de CAPM. El mismo sostiene que los accionistas estarán dispuestos a invertir en la empresa, siempre y cuando el retorno supere la tasa libre de riesgo y la inversión rinda una prima adicional por el riesgo sistemático de la compañía. La fórmula empleada para calcular el costo de capital es la siguiente:

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

Donde:

r_f : Tasa libre de riesgo

r_m : Retorno del mercado

β : Coeficiente beta que representa el riesgo sistemático

Para que una tasa sea considerada libre de riesgo debe cumplir, según Damodaran (2008), con dos condiciones fundamentales: no debe existir riesgo de default o de incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. De esa manera, la tasa de retorno obtenida será igual a la tasa de retorno esperada. Además, en teoría, debería ser una tasa de un instrumento cupón cero, cuyo vencimiento coincida con el plazo de las proyecciones de flujos de fondos de la firma que se pretende valorar, a fin de cumplir con las condiciones de inexistencia de riesgo de reinversión (Damodaran, 2008).

Valuación de Netflix Inc.

Para este trabajo, en el que se pretende valorar una empresa estadounidense cuyos ingresos se reportan en dólares y, por lo tanto, cuyos flujos de fondos también se han proyectado en dólares, se utilizó la tasa de los bonos de Estados Unidos a 10 años. Al 31 de diciembre de 2021, dicha tasa ascendía a 1,52%⁸.

La tasa que refleja el retorno de mercado, es aquella que surge del retorno esperado de un portafolio diversificado representativo del mercado en su conjunto. Para el presente trabajo, se empleó el S&P 500 frente a un índice internacional como el “MSCI World”, dado que el 44% de las ventas de Netflix proceden de su mercado UCAN y sus condiciones para hacer negocios son iguales a los de las empresas del S&P 500. Si bien se analizó la posibilidad de utilizar el índice “MSCI World”, la correlación de los retornos de Netflix es más alta con el S&P 500. El período de tiempo utilizado para obtener el retorno histórico del mercado fue de los últimos 61 años para eliminar la mayor parte del error estándar de los ciclos económicos. El retorno de mercado analizado en el período comprendido entre el 31 de diciembre de 1960 y el 30 de diciembre de 2021 fue de 9,51%. Por lo tanto, la prima de riesgo resultante es de 7,99%.

Por último, para estimar el beta, que representa el riesgo sistémico que no se puede eliminar mediante la diversificación de un portafolio y mide la sensibilidad de un activo frente a los movimientos del mercado, se realizaron regresiones lineales frente al S&P 500, para períodos de 3, 5, 7 y 10 años con precios semanales y mensuales. La selección del beta se basó tanto en el valor R^2 o coeficiente de determinación, como el beta de la industria y de los principales competidores.

La regresión lineal se llevó adelante de la siguiente forma:

⁸ https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2021

Valuación de Netflix Inc.

- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal y mensual, del capital accionario de la compañía, sobre la base del precio histórico de mercado de las acciones de Netflix de los últimos 3, 5, 7 y 10 años.
- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal y mensual, del índice S&P 500, sobre la base del precio histórico de mercado de los últimos 3, 5, 7 y 10 años.
- Estimación del coeficiente beta mediante la siguiente regresión lineal simple:

$$r_N = \alpha + \beta r_{S\&P}$$

Donde:

r_N : Rendimiento del capital accionario de Netflix

α : intercepto

r_{SP} : Rendimiento del índice S&P 500

β : Coeficiente beta de Netflix

En la tabla presentada a continuación se muestran los resultados obtenidos a partir de las regresiones realizadas y comentadas anteriormente:

Tabla 17. Betas y R² obtenidos en las regresiones realizadas.

		Precios Semanales				Precios Mensuales			
		3 años	5 años	7 años	10 años	3 años	5 años	7 años	10 años
S&P	Beta	0,65	0,90	1,01	1,20	0,62	0,82	0,85	1,28
	R ²	0,15	0,19	0,16	0,12	0,13	0,13	0,07	0,11
MSCI	Beta	1,42	0,90	1,03	1,24	0,61	0,84	0,85	1,42
	R ²	0,13	0,17	0,15	0,12	0,13	0,13	0,09	0,13

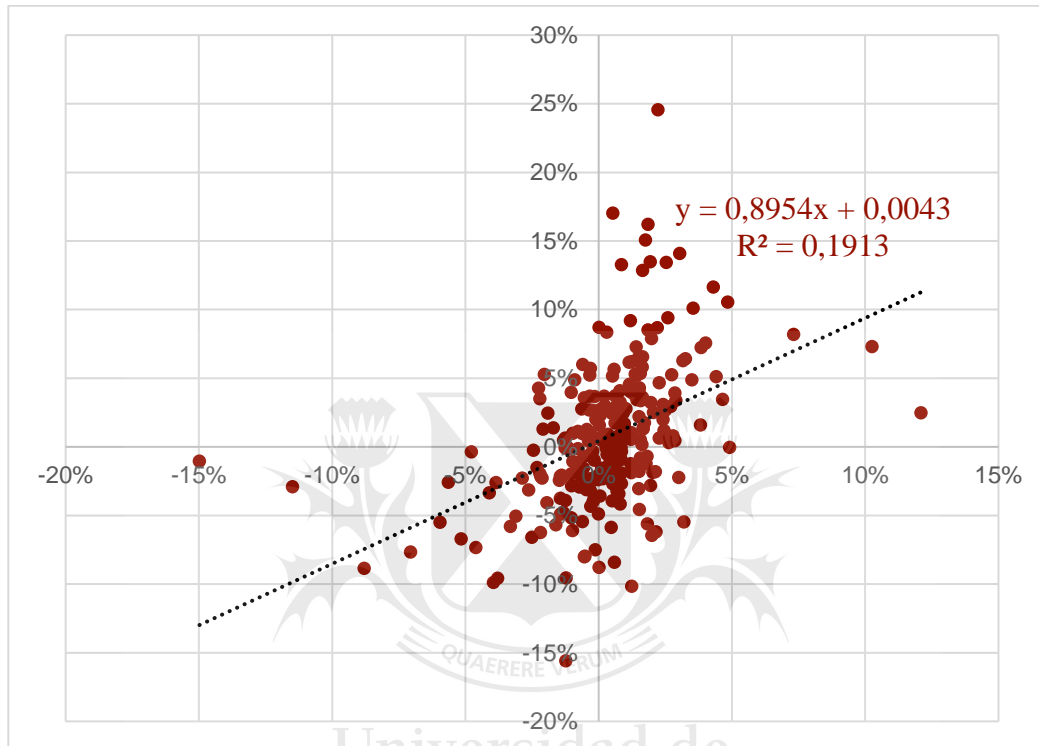
Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

Como se mencionó, en todos los casos la correlación de Netflix es superior con el S&P que con el MSCI, por lo cual se optó por este índice. Respecto a los rendimientos calculados a partir de precios mensuales o semanales, estos últimos arrojan coeficientes de determinación más elevados.

Valuación de Netflix Inc.

Seguidamente, se muestra el gráfico de dispersión correspondiente a la regresión entre los rendimientos de Netflix y del S&P con precios semanales a 5 años y los resultados de la misma.

Gráfico 33. Gráfico de dispersión entre los rendimientos con precios semanales de Netflix y S&P 500 de los últimos 5 años.



Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

Tabla 18. Resultados de la regresión lineal simple de Netflix y el índice S&P

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,44
Coefficiente de determinación R ²	0,19
R ² ajustado	0,19
Error típico	0,05
Observaciones	261

Análisis de Varianza:

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,1304	0,1304	61,6432	0,0000
Residuos	259	0,5479	0,0021		
Total	260	0,6784			

Valuación de Netflix Inc.

Resultados de los coeficientes de la regresión:

	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,1057	0,1149	0,9198	0,3585	-0,1205	0,3319	-0,1205	0,3319
Variable X 1	0,8988	0,1145	7,8513	0,0000	0,6734	1,1242	0,6734	1,1242

Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing

La elección del beta sobre la base de la regresión con precios semanales a 5 años, surgió a partir del análisis de los beta de competidores y de la industria. En esta instancia, se calcularon los betas para cuatro compañías del mercado: Amazon, Disney, AT&T (HBO) y Apple. Como resultado se obtuvo un coeficiente beta apalancado para cada una de ellas. A continuación, sobre la base de los datos obtenidos de mercado y de los balances de cada firma al 31 de diciembre de 2021, se calcularon sus betas desapalancados, es decir, un beta que se corresponda con una estructura de capital que no tenga deuda, sólo capital accionario. Adicionalmente, se tuvo en cuenta el impacto de los impuestos por medio del efecto del escudo fiscal. Por último, se promediaron los betas desapalancados de las compañías y, luego, se “apalancó” ese beta promedio teniendo en cuenta la estructura de capital de Netflix y se obtuvo un beta de 0,81. En la Tabla 19 se exponen los resultados obtenidos.

Tabla 19. Beta de Netflix calculado a partir de betas de competidores

	Amazon	Disney	AT&T	Apple
Beta apalancado	0,79	1,01	0,79	1,05
Deuda / Equity	9%	15%	74%	8%
Tasa impuesto	21%	21%	21%	21%
Beta desapalancado	0,74	0,90	0,50	0,98
Beta desapalancado promedio				0,78
Deuda / Equity Netflix				4%
Tasa impuesto sociedades				21%
Beta apalancado Netflix				0,81

Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing y a reportes anuales de resultados de las compañías.

Valuación de Netflix Inc.

Por otro lado, se consideró el beta de la industria de entretenimiento provista por Damodaran, que arroja un valor de 1,01.

Con toda esta información, finalmente, se optó por el beta de la regresión con precios semanales a 5 años, que arrojó un valor de 0,90 debido a que posee el R² más elevado y, además, es el que se encuentra en un lugar intermedio entre los valores de los competidores y el provisto por Damodaran.

A partir de estos datos, el costo del capital propio resultó en 8,70%.

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

$$8,70\% = 1,52\% + 0,90 * (9,51\% - 1,52\%)$$

Para calcular el costo de la deuda, se tomaron en consideración los bonos de largo plazo en dólares emitidos por la compañía y se calculó un promedio de su rendimiento ponderado sobre la base del volumen de cada uno de ellos, arribando a un costo de deuda del 3,65%.

Tabla 20. Bonos de largo plazo de Netflix emitidos en dólares

Tipo	Moneda	Vencimiento	Cupón	Yield to Maturity	Volumen (USD millones)
Letras Senior	USD	Marzo 2024	5,750%	3,66%	400
Letras Senior	USD	Febrero 2025	5,875%	3,81%	800
Letras Senior	USD	Junio 2025	3,625%	2,74%	500
Letras Senior	USD	Noviembre 2026	4,375%	3,07%	1.000
Letras Senior	USD	Abril 2028	4,875%	3,45%	1.600
Letras Senior	USD	Noviembre 2028	5,875%	3,90%	1.900
Letras Senior	USD	Mayo 2029	6,375%	4,11%	800
Letras Senior	USD	Noviembre 2029	5,375%	3,86%	900
Letras Senior	USD	Junio 2030	4,875%	3,86%	1.000
Total					8.900
Promedio Simple			5,22%	3,61%	
Promedio Ponderado			5,28%	3,65%	

Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados en Market Insider.⁹

⁹ <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=50982>

Valuación de Netflix Inc.

Por último, debió considerarse la estructura de capital de la compañía, tomando la deuda financiera publicada en los reportes anuales al 31 de diciembre del 2021 y el capital propio sobre la base del precio de mercado de las acciones de la firma a la misma fecha. La deuda financiera total ascendía a USD 15.393 millones y la cantidad de acciones al cierre del 2021 eran 443.963.107 a un precio de mercado de USD 602,44, por lo cual, la deuda representaba un 5,8% del capital de Netflix.

Finalmente, se pudo arribar a la tasa de descuento que refleja el costo de financiamiento de los acreedores y accionistas mediante la fórmula del WACC:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Al reemplazar los valores obtenidos con cifras expresadas en millones de dólares, se llegó a la tasa de descuento de Netflix que resulta en 8,38%:

$$8,38\% = 8,70\% \times \frac{267.461}{267.461 + 15.393} + 3,65\% \times \frac{15.393}{267.461 + 15.393} (1 - 21\%)$$

4.1.3 Valor Terminal

Para llegar al valor presente del flujo de fondos disponible para la compañía, se debe calcular el valor terminal utilizando la fórmula vista anteriormente:

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFF_{(N+1)}}{r - g}$$

Donde:

FCFF: Flujo de fondos disponible para la firma en el momento N.

r: Tasa de descuento.

g: Tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

El flujo de fondos utilizado es el que se obtuvo para el año 2026 a partir de las proyecciones realizadas (USD 7.603 millones) y la tasa de descuento es la que surge a partir del WACC (8,38%).

Valuación de Netflix Inc.

Para obtener la tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad, y teniendo en cuenta que las ventas se proyectaron en base al crecimiento de suscriptores y al ARPU, se tomaron los datos de crecimiento real del PBI por cada una de las regiones en las que opera Netflix, y la tasa de inflación de Estados Unidos esperada para el 2027 publicados por el FMI en su World Economic Outlook anual, con fecha de abril 2022. El crecimiento del PBI por región se ponderó por la participación de las ventas de cada región en el último año de la proyección. Los cálculos se pueden observar en la tabla 21, expuesta a continuación, que arroja una tasa de crecimiento nominal esperada “g” de 4,27%.

Tabla 21. Tasa de crecimiento a perpetuidad ponderada por región geográfica

	% Ventas	Crecimiento PBI
UCAN	44%	1,70%
EMEA	29%	1,60%
LATAM	13%	2,40%
APAC	15%	4,50%
Promedio Ponderado		2,17%
Inflación US		2,10%
Tasa g		4,27%

Fuente: Elaboración propia en base a las proyecciones del World Economic Outlook del FMI publicado en abril 2022.¹⁰

De esta forma, el valor terminal de Netflix resultante es de USD 184.795 millones.

4.1.4 Resultados de la valuación por DCF

Finalmente, a los flujos de fondos disponibles para los años 2022 a 2026 se añadió el valor terminal y se calculó su valor presente, culminando con la valuación de la compañía mediante del modelo de DFC, con fecha a diciembre 2021. En el anexo A se muestran los detalles de los resultados obtenidos y, a continuación, se puede ver un resumen de los mismos:

¹⁰https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ

Valuación de Netflix Inc.

Tabla 22. Valuación de Netflix por medio del método DCF

Cifras en millones de USD a excepción del valor por acción que se encuentra en USD

Netflix Inc.	
Fecha de valuación	31/12/21
Tasa de descuento (WACC)	8,38%
Tasa crecimiento a perpetuidad (g)	4,27%
Valor presente del FCFF (EV)	148.771
Deuda financiera al 31/12/21	15.393
Caja y equivalentes al 31/12/21	6.028
Valor del Equity	139.406
Cantidad de acciones	443,96
Valor por acción	314

Fuente: Elaboración propia

Como surge de la tabla 22, el valor presente de la compañía arrojado por el DCF es de USD 148.771 millones y si se ajusta por la deuda financiera y la caja, se obtiene el valor del capital accionario que resulta en USD 139.406 millones. Dado que a la fecha de valuación existían 443.963.107 acciones de Netflix en circulación, el valor por acción del modelo es de USD 314 por debajo del valor de mercado de ese momento USD 602,44.

Por último, para contemplar la incertidumbre que genera proyectar un flujo de fondos a perpetuidad, se realizó un análisis de sensibilidad, considerando un escenario más optimista que el actual y otro más pesimista para obtener un rango de precios entre los que podría oscilar la acción si el contexto actual cambiara.

En el escenario base, para proyectar las ventas se realizaron supuestos tanto para el crecimiento de suscriptores como del ARPU para cada región. Por lo tanto, los mismos se sensibilizaron de la siguiente forma:

- **Escenario Optimista:**
 - UCAN: Los suscriptores crecieran en el primer año en línea con la industria y el resto de los años un 20% por encima de ella. Mientras que el el ARPU se incrementará un 60% respecto al crecimiento proyectado de la industria.

Valuación de Netflix Inc.

- EMEA: Los suscriptores crecerán un 20% más que la industria y el ARPU el primer año lo hará en línea con la industria y luego un 30% por encima de ella.
- LATAM: Tanto los suscriptores como el ARPU crecerán un 30% por encima de la industria.
- APAC: Los suscriptores crecerán un 60% más que la industria y el ARPU un 50% más.
- **Escenario pesimista:**
 - UCAN: Los suscriptores crecerán en el primer año sólo un 10% de lo que crecen los de la industria y el resto de los años crecerán sólo un 20% de lo proyectado para la misma. Mientras que el ARPU será la mitad al correspondiente de la industria.
 - EMEA: Los suscriptores crecerán al 10% de lo que lo hace la industria y el ARPU el primer año no crecerá, se mantendrá constante respecto del 2021 y luego lo hará en un 80% por debajo de la industria.
 - LATAM: Los suscriptores crecerán un 70% por debajo de la industria y el ARPU lo hará un 90% por debajo.
 - APAC: Los suscriptores crecerán un 50% menos que la industria y el ARPU un 70% debajo de la misma.

Con respecto a los márgenes, en el escenario base se respetaron los pronósticos de la alta dirección que consideraba que se mantendrían en un 20% para el 2022 y, luego, crecerían 150 puntos básicos por año hasta 2025, año a partir del cual que se estabilizarían. En este análisis de sensibilidad se realizaron los siguientes supuestos:

Valuación de Netflix Inc.

- **Escenario Optimista:**

- Margen operativo: El margen de 2022 se mantendrá en 20% como propone la firma y luego crecerá 3 puntos porcentuales por año hasta 2025, año en el que se estabilizará.

- **Escenario pesimista:**

- Margen operativo: El margen operativo se ubicará en 20% en 2022 y se mantendrá en ese nivel hacia adelante.

Tabla 23. Análisis de sensibilidad de la valuación del capital accionario de Netflix

Cifras en millones de USD a excepción del valor por acción que se encuentra en USD

Netflix Inc.	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Fecha de valuación	31/12/21	31/12/21	31/12/21
Tasa de descuento (WACC)	8,38%	8,38%	8,38%
Tasa crecimiento a perpetuidad (g)	4,27%	4,27%	4,27%
CAGR Ventas	2,28%	5,91%	10,59%
Margen operativo al final del período	20%	24,5%	29%
Valor presente del FCFE (EV)	104.277	148.771	218.292
Deuda financiera al 31/12/21	15.393	15.393	15.393
Caja y equivalentes al 31/12/21	6.028	6.028	6.028
Valor del Equity	94.912	139.406	208.927
Cantidad de acciones	443,96	443,96	443,96
Valor por acción	213,8	314,0	470,6

Fuente: Elaboración propia.

El análisis de sensibilidad arroja un rango de precios que va desde los USD 214 a los USD 471, aún por debajo del precio de mercado al momento de la valuación.

4.2. Valuación por múltiplos de empresas comparables

En esta sección, para complementar la visión expuesta en el apartado anterior, se realizó la valuación de Netflix a través del método de valuación por múltiplos de empresas comparables. Este método consiste en estimar el valor de un activo sobre la base de la valuación en el mercado de activos de similares características en la misma fecha y se basa en dos factores fundamentales.







Valuación de Netflix Inc.

Por un lado, en la identificación de empresas con características similares a la que se pretende valorar y, por otro, la conversión de sus respectivos valores financieros en un múltiplo que resulte comparable (Damodaran, 2012).

Respecto del primer factor, se seleccionaron los competidores identificados en la sección correspondiente al análisis de la industria, tomando para el análisis el grupo al que pertenece cada una, dado que es la información pública existente. Una desventaja es que, en general, todos los competidores poseen varias líneas de negocio y sólo una de ellas es comparable al servicio que brinda Netflix, pero dada la imposibilidad de desagregarlo, se tomará como proxy el múltiplo que surja del grupo en su conjunto. Las empresas elegidas son: Amazon, Apple, AT&T, Disney y Paramount.

El múltiplo seleccionado para realizar esta valuación es el EV/EBITDA, ya que permite medir el valor de mercado de la empresa sobre el margen operativo sin depreciaciones ni amortizaciones y, por lo tanto, permite comparar empresas con distintas estructuras de capital.

Tabla 24. Múltiplo EV/EBITDA e indicadores de principales competidores de Netflix

	EV/EBITDA	CAGR Ventas 2017-2021	Margen EBITDA	Margen Operativo	ROE	ROA
	21,75	27,5%	15,8%	5,3%	28,8%	9,0%
	16,73	12,4%	33,7%	29,8%	147,4%	28,1%
	5,94	1,3%	33,6%	16,7%	12,1%	3,7%
	40,74	5,2%	13,7%	5,4%	2,3%	1,0%
	5,74	1,9%	23,0%	14,0%	24,1%	8,2%
Promedio	18,18	9,6%	23,9%	14,3%	42,9%	10,0%
Mediana	16,73	5,2%	23,0%	14,0%	24,1%	8,2%
	21 – 27 x	26,2%	21,6%	20,9%	32,3%	13,9%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías.

Valuación de Netflix Inc.

Para comprender mejor la situación de cada empresa y evaluar cuál es el múltiplo que le correspondería a Netflix, es importante analizar algunos indicadores de crecimiento de las firmas, como por ejemplo el crecimiento de ventas y ratios de rentabilidad. Es por esto que se incluyen el CAGR de las ventas desde 2017 a 2021, el margen operativo, el margen EBITDA y los indicadores de ROE y ROA. Como se observa en la tabla 24, excluyendo a Apple, Netflix posee los mejores márgenes operativos, ROE y ROA que el resto de las firmas y un crecimiento de ventas muy por encima del promedio, sólo superado por Amazon. Apple no resulta muy comparable debido a los elevados márgenes y a que la proporción del negocio que compite con Netflix es muy pequeña. Disney, por su parte, se vio muy afectado por la pandemia, por lo que sus ratios al cierre del ejercicio 2021 no son muy representativos. Si se toma el EV/EBITDA del 2019, pre pandemia, el mismo se ubicaba en 15x. Por lo tanto, se puede concluir, que Netflix se encuentra en una muy buena posición respecto a todos los ratios analizados y, su múltiplo debería estar por encima del promedio y la mediana y en niveles cercanos o superiores a los de Amazon. También se debe tener en cuenta que el múltiplo es muy variable para los distintos competidores, ya que va desde un mínimo de 5,7x a un máximo de 40,7x, por lo que se consideró un rango amplio para la valuación de Netflix que va desde 21x a 27x.

Tabla 25. Valuación de Netflix por múltiplos de comparables

Cifras en millones de USD a excepción del valor por acción que se encuentra en USD

	EV / EBITDA		
	21x	24x	27x
EBITDA	6.403	6.403	6.403
EV	134.461	153.670	172.879
Deuda Financiera	(15.393)	(15.393)	(15.393)
Caja	6.028	6.028	6.028
Valor del Equity	125.096	144.305	163.514
Cantidad de acciones	443,96	443,96	443,96
Precio por acción	281,8	325,0	368,3

Fuente: Elaboración propia.

Valuación de Netflix Inc.

Finalmente, se realizó un análisis de sensibilidad precio de las acciones partiendo del EBITDA proyectado para el 2022 por medio del método de descuento de flujo de fondos. El EBITDA se sensibilizó en +/- 20% y el múltiplo se sensibilizó 3 puntos hacia abajo y 3 hacia arriba obteniendo los siguientes resultados.

Tabla 25. Análisis de sensibilidad precio de las acciones de Netflix

EBITDA en millones de USD y precio de la acción en USD

EV / EBITDA	18x	21x	24x	27x	30x
5.445	199,7	236,5	273,3	310,1	346,8
6.126	227,3	268,7	310,1	351,4	392,8
6.806	254,9	300,9	346,8	392,8	438,8
7.487	282,5	333,1	383,6	434,2	484,8
8.168	310,1	365,2	420,4	475,6	530,8

Fuente: Elaboración propia.

Este análisis de sensibilidad arroja un nuevo rango de precios entre USD 200 y USD 531, precios que se encuentran por debajo de la valoración del mercado al momento de la valuación, pero en línea con los obtenidos mediante el análisis de sensibilidad del método DCF.

Universidad de
San Andrés

5 Bibliografía

5.1 Bibliografía Académica

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance*. Décima Edición. McGraw Hill Higher Education.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran A. (2002) *Investment Valuation*. Segunda Edición. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (Diciembre 2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University. Web. Obtenido de

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Hilderbrand Lucas (2010). *The Art of Distribution: Video on Demand*. *Film Quarterly*, 64(2), 24–28. Web. Obtenido de <https://doi.org/10.1525/fq.2010.64.2.24>

Hooke, J. (2010). *Security Analysis and Business Valuation on Wall Street*. Segunda Edición. Wiley Finance.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Sexta Edición. McKinsey & Company.

William, J. & Bruns, Jr. (2004). *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School.

5.2 Informes y Reportes

Amazon.com Inc. *Estados Contables*.

Antenna (2021). *Premium SVOD: Managing Churn*. Obtenido en:

<https://www.antenna.live/post/premium-svod-managing-churn>

Apple Inc. *Estados Contables*.

AT&T Inc. *Estados Contables*.

Valuación de Netflix Inc.

Bloomberg Second Measure. Obtenido en: <https://secondmeasure.com/datapoints/streaming-services-customer-retention-ad-free-disney-plus-netfilx-hulu/>

International Monetary Fund. (Abril 2022). *World Economic Outlook*. Obtenido en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

Netflix Inc. *Estados Contables*.

Perri, Janine (2022). *Streaming services see slightly higher customer retention with ad-free plan*.

Powell, Jaime (2018). *The quality of quantity at Netflix*. Financial Times. Obtenido en: <https://www.ft.com/content/81645c0c-501b-3ecd-9d0c-6a5ae818f011>

Viacom CBS Inc. *Estados Contables*.

Shah, Seema (2022). Netflix cancellations Outpaced Signups in Q1 2022. Similar Web. Obtenido en: <https://www.similarweb.com/corp/blog/insights/netflix-cancellations>

Statista. (Diciembre 2021). *Digital Media Report 2021 – Video-on-Demand*.

Statista. (Diciembre 2021). *Subscription video-on-demand market worldwide*.

Statista. (Diciembre 2021). *Video streaming worldwide*.

Statista. (Enero 2021). *Pay TV worldwide*.

The Walt Disney Company. *Estados Contables*.

5.3 Sitios web

Damodaran, A. Online database: Levered and Unlevered Betas by Industry. (Agosto 2022). https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/costo-de-adquisicion-de-clientes.html>

Investing. Historical Date. (Abril-Junio 2022). <https://es.investing.com>

Markets Insider. (Agosto 2022).

<https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=50982>

Valuación de Netflix Inc.

Netflix Inc. www.netflix.com

US Treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2021

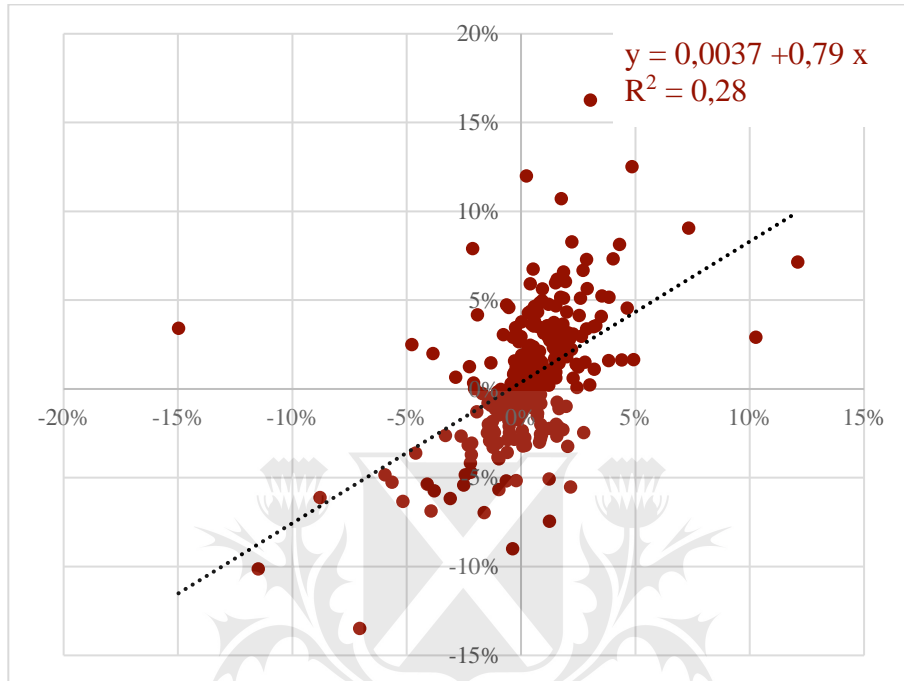
Yahoo Finance. Historical data. (Abril-Junio 2022). <https://finance.yahoo.com>



Universidad de
San Andrés

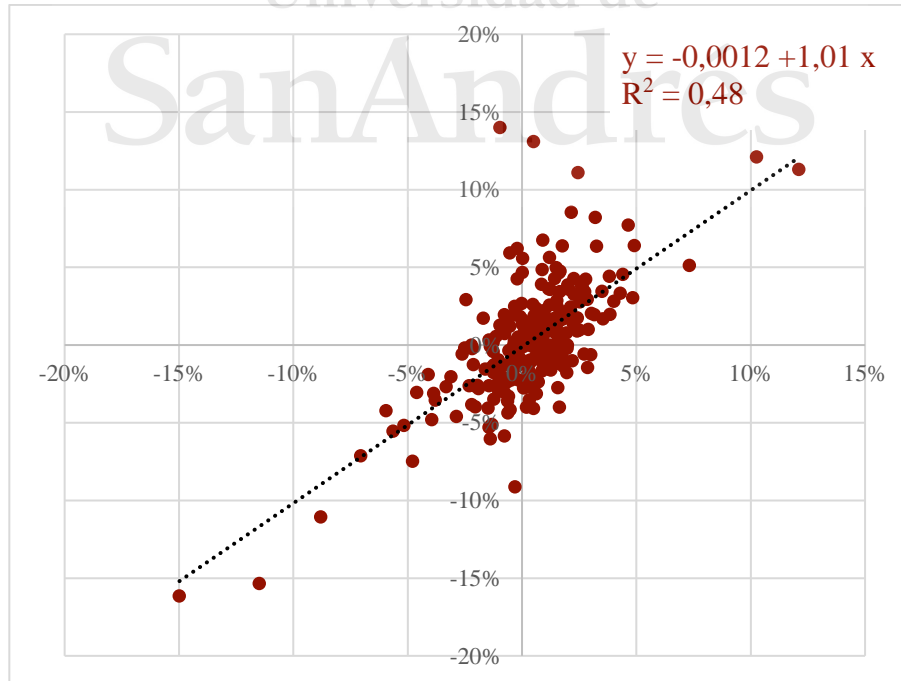
6 Anexo A: Gráficos de los Betas de los Competidores

Gráfico 34. Gráfico de dispersión entre los rendimientos con precios semanales de Amazon y S&P 500 de los últimos 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

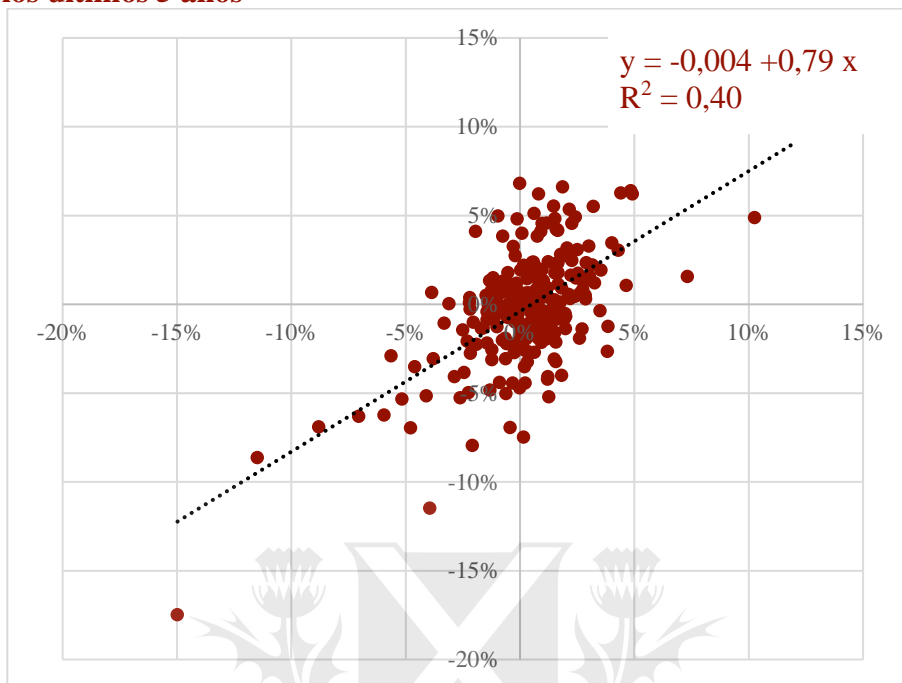
Gráfico 35. Gráfico de dispersión entre los rendimientos con precios semanales de Disney y S&P 500 de los últimos 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

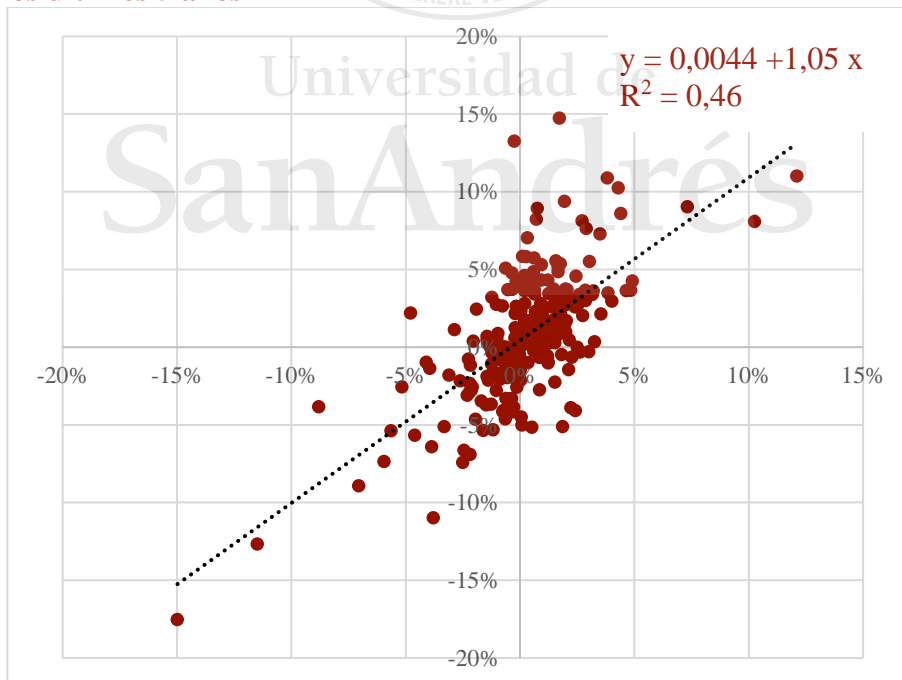
Valuación de Netflix Inc.

Gráfico 36. Gráfico de dispersión entre los rendimientos con precios semanales de AT&T y S&P 500 de los últimos 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

Gráfico 37. Gráfico de dispersión entre los rendimientos con precios semanales de Apple y S&P 500 de los últimos 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a los precios publicados en Investing.

8 Anexo C: Flujo de fondos disponible para la firma – Escenario Optimista

Cifras en millones de USD a excepción del precio por acción.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	29.698	34.984	40.560	45.383	50.215	54.320
Margen operativo	21%	20%	23%	26%	29%	29%
EBIT	6.195	6.997	9.329	11.800	14.562	15.753
Impuestos	(724)	(948)	(1.438)	(2.038)	(2.787)	(3.308)
EBIT (1 - t)	5.471	6.049	7.891	9.761	11.776	12.445
Depreciaciones y amortizaciones	208	332	405	490	585	690
CAPEX	(1.313)	(717)	(832)	(931)	(1.030)	(1.114)
Variación capital de trabajo	(1.073)	(786)	(830)	(718)	(719)	(611)
Flujo de Fondos disponible	3.293	4.877	6.635	8.603	10.612	11.411
Valor Terminal						277.343
Flujo de fondos total disponible		4.877	6.635	8.603	10.612	288.754
Tasa de descuento						8,38%
Tasa de crecimiento perpetua						4,27%
Valor presente del FCFE al 31/12/21		4.500	5.648	6.757	7.690	193.697
Valor de la compañía						218.292
Deuda financiera al 31/12/21						15.393
Caja y equivalentes al 31/12/21						6.028
Equity						208.927
Cantidad de acciones al 31/12/21						443,96
Valor por acción						470,60

9 Anexo D: Flujo de fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista

Cifras en millones de USD a excepción del precio por acción.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	29.698	30.608	31.690	32.562	33.347	33.993
Margen operativo	21%	20%	20%	20%	20%	20%
EBIT	6.195	6.122	6.338	6.512	6.669	6.799
Impuestos	(724)	(829)	(977)	(1.125)	(1.276)	(1.428)
EBIT (1 - t)	5.471	5.292	5.361	5.388	5.393	5.371
Depreciaciones y amortizaciones	208	332	396	462	531	600
CAPEX	(1.313)	(628)	(650)	(668)	(684)	(697)
Variación capital de trabajo	(1.073)	(135)	(161)	(130)	(117)	(96)
Flujo de Fondos disponible	3.293	4.861	4.947	5.053	5.123	5.178
Valor Terminal						125.859
Flujo de fondos total disponible		4.861	4.947	5.053	5.123	131.037
Tasa de descuento						8,38%
Tasa de crecimiento perpetua						4,27%
Valor presente del FCFE al 31/12/21		4.485	4.211	3.968	3.712	87.900
Valor de la compañía						104.277
Deuda financiera al 31/12/21						15.393
Caja y equivalentes al 31/12/21						6.028
Equity						94.912
Cantidad de acciones al 31/12/21						443,96
Valor por acción						213,78