



UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

# **VALORACIÓN DE EMPRESA NETFLIX INC.**

Mediante el método de Flujos de Caja Descontados

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO  
DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Claudio Tapia Vásquez

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Chile. Enero 2021

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	RESUMEN EJECUTIVO.....	5
2.	METODOLOGÍA .....	7
2.1.	Principales Métodos de Valoración.....	7
2.2.	Modelo de Descuento de Dividendos.....	8
2.3.	Método de Flujos de Caja Descontados .....	9
2.4.	Método de Múltiplos .....	12
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA .....	14
3.1.	Descripción de la Industria .....	14
3.2.	Descripción de la Empresa y su Historia.....	16
3.2.1.	Descripción de la Empresa .....	16
3.2.2.	Reseña Histórica .....	21
3.3.	Regulación y Fiscalización .....	25
3.3.1.	Obligación de Distribuir Contenido Local .....	25
3.3.2.	Impuestos a Plataformas Digitales.....	25
3.3.3.	Protección de Datos Personales .....	26
3.4.	Principales Accionistas .....	27
3.5.	Empresas de la Industria .....	28
4.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA .....	33
4.1.	Análisis de Crecimiento de la Empresa .....	33
4.2.	Análisis de Crecimiento de la Industria .....	37
4.3.	Análisis de los Costos y Gastos Operacionales de la Empresa .....	43
4.4.	Análisis del Resultado No Operacional de la Empresa .....	45
4.5.	Análisis de los Activos de la Empresa.....	46
5.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	48
5.1.	Ingresos Operacionales Proyectados .....	48
5.1.1.	Segmento Nacional .....	48
5.1.2.	Segmento Internacional .....	50
5.1.3.	Segmento DVD nacional .....	54
5.2.	Costos Operacionales Proyectados.....	55
5.2.1.	Costos Operacionales.....	55

5.2.2.	<b>Gastos Operacionales</b> .....	57
5.3.	<b>Resultado No Operacional Proyectado</b> .....	58
5.3.1.	<b>Gastos de Interés</b> .....	58
5.3.2.	<b>Otros Ingresos (Gastos)</b> .....	59
5.4.	<b>Impuesto Corporativo Proyectado</b> .....	59
5.5.	<b>Estado de Resultados Proyectado</b> .....	60
5.5.1.	<b>Supuestos Utilizados</b> .....	60
5.5.2.	<b>Proyección en Millones de Dólares</b> .....	61
5.6.	<b>Estado de Resultados Proyectado en Porcentaje</b> .....	62
6.	<b>PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE</b> .....	65
6.1.	<b>Depreciación, Amortización y Gasto de Opciones Sobre Acciones</b> .....	65
6.2.	<b>Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones</b> .....	66
6.2.1.	<b>Inversión en Contenido</b> .....	66
6.2.2.	<b>Inversiones en Propiedades y Equipos</b> .....	69
6.3.	<b>Inversión (Liberación) de Capital de Trabajo</b> .....	70
6.4.	<b>Valor Terminal</b> .....	72
6.5.	<b>Proyección de los Flujos de Caja Libre</b> .....	74
7.	<b>PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO</b> .....	76
7.1.	<b>Valor Presente de los Flujos de Caja Libre</b> .....	76
7.2.	<b>Déficit (Exceso) de Capital de Trabajo</b> .....	76
7.3.	<b>Activos Prescindibles</b> .....	77
7.4.	<b>Deuda Financiera</b> .....	77
7.5.	<b>Valorización Económica de la Empresa y del Precio de la Acción</b> .....	77
7.6.	<b>Análisis de Sensibilidad</b> .....	79
8.	<b>CONCLUSIONES</b> .....	83
9.	<b>REFERENCIAS</b> .....	84

## Índice de Figuras

<b>Figura 1:</b> Resumen Antecedentes de la Compañía.....	16
<b>Figura 2:</b> Participación y Evolución de Segmentos en los Ingresos .....	18
<b>Figura 3:</b> Participación de Segmentos en el EBITDA .....	18
<b>Figura 4:</b> Principales Filiales .....	20
<b>Figura 5:</b> Adiciones de Suscriptores Netas .....	21
<b>Figura 6:</b> Evolución del Gasto en Contenido .....	22
<b>Figura 7:</b> Principales Accionistas al 30 de junio 2020 .....	27
<b>Figura 8:</b> Antecedentes de Compañías de la Industria.....	31
<b>Figura 9:</b> Ventas por Segmento hasta 2019.....	33
<b>Figura 10:</b> Peso Relativo de Cada Segmento Sobre el Total de Ingresos .....	33
<b>Figura 11:</b> Variación Anual de las Ventas por Segmento hasta 2019.....	34
<b>Figura 12:</b> Adiciones de Suscripciones Pagas en Estados Unidos (en miles) .....	35
<b>Figura 13:</b> Crecimiento de Ingresos Proyectado a 2020-2021 (en US\$ y %).....	37
<b>Figura 14:</b> Crecimiento de Ingresos Proyectado a 2020-2021 Por segmento.....	37
<b>Figura 15:</b> Crecimiento de las Empresas de la Industria de Entretenimiento.....	39
<b>Figura 16:</b> OTT en México .....	42
<b>Figura 17:</b> Evolución Histórica de Costos y Gastos Operacionales .....	44
<b>Figura 18:</b> Costos y Gastos Operacionales en Relación a los Ingresos .....	45
<b>Figura 19:</b> Evolución Histórica Resultados No Operacionales.....	46
<b>Figura 20:</b> Resultados No Operacionales en Relación a los Ingresos .....	46
<b>Figura 21:</b> Composición de los Activos al 30 de junio de 2020.....	47
<b>Figura 22:</b> Evolución de Suscriptores - Segmento Nacional.....	48
<b>Figura 23:</b> Evolución de Precios Anuales - Segmento Nacional.....	49
<b>Figura 24:</b> Ingresos Proyectados - Segmento Nacional .....	50
<b>Figura 25:</b> Evolución de Suscriptores - Segmento Internacional .....	52
<b>Figura 26:</b> Evolución de Precios Anuales - Segmento Internacional .....	53
<b>Figura 27:</b> Ingresos Proyectados - Segmento Internacional.....	53
<b>Figura 28:</b> Participación Proyectada de los Segmentos .....	54
<b>Figura 29:</b> Costos de Servicio Históricos en Relación a los Ingresos, por Segmento ..	56
<b>Figura 30:</b> Proyección de los Costos de Servicio por Segmento .....	56
<b>Figura 31:</b> Proyección de los Gastos de Marketing por Segmento .....	57
<b>Figura 32:</b> Proyección de los Gastos de Tecnología y Generales .....	58
<b>Figura 33:</b> Proyección de los Gastos de Interés.....	58
<b>Figura 34:</b> Proyección de los Otros Ingresos (Gastos).....	59
<b>Figura 35:</b> Proyección del Pago de Impuestos.....	60
<b>Figura 36:</b> Estado de Resultados Proyectado .....	62
<b>Figura 37:</b> Estado de Resultados Proyectado en Porcentaje .....	63
<b>Figura 38:</b> Proyección de Depreciación, Amortización y Gastos de Opciones Sobre Acciones.....	66
<b>Figura 39:</b> Relación Ingresos/Activos por Contenido Histórica.....	67

<b>Figura 40</b> Proyección de Activos por Contenido.....	67
<b>Figura 41:</b> Pasivos por Contenido Históricos .....	68
<b>Figura 42:</b> Pasivos por Contenido Proyectados .....	68
<b>Figura 43:</b> Proyección de Adiciones en Contenido.....	69
<b>Figura 44:</b> Propiedades y Equipos Históricos.....	69
<b>Figura 45:</b> Propiedades y Equipos Proyectados .....	70
<b>Figura 46</b> Proyección de Inversiones Brutas y Netas en Propiedades y Equipos .....	70
<b>Figura 47:</b> Capital de Trabajo Histórico.....	71
<b>Figura 48:</b> Capital de Trabajo Proyectado.....	71
<b>Figura 49:</b> Estado de Resultados Base para Perpetuidad.....	73
<b>Figura 50:</b> Inversiones por Contenido Base para Perpetuidad .....	73
<b>Figura 51:</b> Inversiones por Propiedades y Equipos Base para Perpetuidad .....	74
<b>Figura 52:</b> Capital de Trabajo Base para Perpetuidad.....	74
<b>Figura 53:</b> Flujos de Caja Libre .....	75
<b>Figura 54:</b> Valor Presente de los Flujos de Caja Libre .....	76
<b>Figura 55:</b> Exceso de Capital de Trabajo al 30 de Junio 2020 .....	77
<b>Figura 56:</b> Patrimonio Económico de Netflix .....	78
<b>Figura 57:</b> Precio Estimado de la Acción vs Real.....	78
<b>Figura 58:</b> Evolución del Precio de la Acción de Netflix.....	79
<b>Figura 59:</b> Análisis de Sensibilidad .....	80
<b>Figura 60:</b> Análisis de Sensibilidad - Tasa Perpetuidad vs Ingresos (CAGR).....	81
<b>Figura 61:</b> Análisis de Sensibilidad - Tasa de Descuento vs Tasa de Perpetuidad .....	82

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

Netflix, Inc. es una empresa de entretenimiento estadounidense creada en 1997 cuyo servicio principal es la distribución de contenidos audiovisuales a través de una plataforma en línea (*streaming*). Los clientes acceden a estos contenidos de forma ilimitada a través de un pago mensual el cual no posee barreras de salida.

Para fines del año 2019 la organización tuvo ingresos por un total de 20.156 millones de dólares americanos (en adelante MM USD) donde el 53% provino de servicios de streaming fuera de Estados Unidos, 46% de servicios de streaming dentro de Estados Unidos y el restante 1% fue aportado por el prácticamente descontinuado negocio de DVD's. El crecimiento de los ingresos durante los últimos años ha sido de un 31% promedio considerando el período 2016 a 2019. Para el período 2020 a 2024 se consideró una tasa de crecimiento promedio de un 19%. Respecto a los costos de los ingresos como porcentaje de las ventas, en el año 2019 la relación era 62% y se espera que disminuyan hasta llegar en el año 2023 a estabilizarse en torno a un 57%.

Al 31 de diciembre del año 2019, Netflix tenía un total de 33.976 MM USD en activos, de los cuales los más relevantes son Activos por Contenido (72%) y Efectivo (15%). Para el período de proyección se asume que la relación de Ingresos sobre activos por contenidos es constante y esto determinará el nivel de inversiones necesarias. En relación al efectivo, desde el año 2016 la Compañía posee un flujo operacional negativo, por lo que se supone que esta partida pertenece al capital de trabajo el cual se proyecta considerando un RCTON de 21,2%.

En relación a la estructura Deuda/Capital se observa estabilidad para el período en estudio ( $B/V=7,94\%$ ). Por su parte, la tasa del costo de la deuda asciende a un  $3,97\%$  (antes de impuestos) y la tasa de costo patrimonial a un  $6,19\%$  considerando un Beta apalancado de  $0,91$ . Dado lo anteriormente descrito se obtiene una tasa de costo de capital de  $5,95\%$ .

Para las proyecciones del flujo de caja libre, se asume que para el año 2024 la Compañía aún mantendrá espacio en el mercado para seguir creciendo, por lo que en la valoración se considera una perpetuidad con crecimiento de un  $4,5\%$ , que se compone de dos partes:  $3\%$  de inflación y  $1,5\%$  de crecimiento a perpetuidad.

Al estimar el precio de la acción mediante flujos descontados al 30 de junio del año 2020, se obtiene un precio de USD 526, el cual es un  $16\%$  mayor al que se tranzó ese día en NASDAQ. Dado lo anterior, la recomendación bajo esta metodología es comprar la acción. De igual forma, al observar el comportamiento del precio de la acción en los meses posteriores a junio, se observa que el valor de la acción aumenta llegando a un peak de USD 556 el 1 de septiembre de 2020.

## **2. METODOLOGÍA**

### **2.1. Principales Métodos de Valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.<sup>1</sup> Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utiliza distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>. Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

<sup>2</sup> Maquieira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.



## 2.2. Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde: DPA, es el dividendo por acción; y  $K_p$ , es la rentabilidad exigida a las acciones. La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}^3 / (K_p - g)$$

Donde: DPA, son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

<sup>4</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

### **2.3. Método de Flujos de Caja Descontados**

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

La valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y una de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>5</sup>

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento.

---

<sup>5</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se

le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

## 2.4. Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:<sup>6</sup>

1. Múltiplos de ganancias:
  - Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
  - Valor / EBIT
  - Valor / EBITDA
  - Valor / Flujo de caja

---

<sup>6</sup> Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas. Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en retail

### **3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

#### **3.1. Descripción de la Industria**

En los últimos años, los contenidos digitales tales como: música, videos, series, tv cable, videojuegos entre otros han experimentado una gran transformación para adaptarse a los nuevos gustos y preferencias de los consumidores.

La transmisión de entretenimiento, que es a pedido, personalizada y disponible en cualquier pantalla, está reemplazando a la televisión lineal. La retransmisión en directo (en inglés *streaming*) es un servicio en el que un archivo se transfiere continuamente a un usuario remoto. Este contenido se envía a través de internet y el usuario no debe esperar para descargarlo en algún dispositivo. Por lo tanto, solo se necesita un reproductor con conectividad a la red (computador, smartphone, tablet u otro) para acceder a este servicio. Las conexiones a internet rápidas y estables han potenciado el rápido crecimiento del streaming; al mismo tiempo, la expansión de los teléfonos inteligentes y otros dispositivos tecnológicos están jugando un rol clave en el desarrollo de esta industria.

Los cambios en la industria anteriormente descritos han sido beneficios para los clientes pues les han permitido acceder a una gran oferta de servicios y además dadas las diferentes estructuras tarifarias, les permiten realizar modificaciones en las suscripciones rápidamente pues el costo de cambio es prácticamente nulo.

La amenaza de nuevos entrantes al mercado es alta pues si bien es cierto los costos de ingreso al mercado son altos, las grandes compañías tecnológicas poseen espaldas

financieras para acceder a estos mercados. Estos ingresos al mercado han decantado en una industria cada vez más competitiva.

La posibilidad de que los clientes accedan a productos sustitutos es alta en el mundo actual pues la industria del entretenimiento es diversa y los consumidores poseen una variada oferta a la cual acceder para sustituir al streaming, tales como música, podcast, videojuegos, redes sociales entre otras.

Debido a que el mercado del entretenimiento es tan amplio, varias empresas pueden tener éxito. Por ejemplo, ABC y NBC históricamente han competido por espectadores, atención y contenido, pero también han coexistido con éxito durante muchas décadas. De manera similar, en el mundo del streaming, mucha gente se suscribirá por ejemplo tanto a HBO como a Netflix ya que tienen diferentes contenidos exclusivos.

La piratería de video es un competidor sustancial en entretenimiento en muchos mercados internacionales; es gratis y ofrece una selección muy amplia. Si la piratería de video se volviera confiable y socialmente aceptable, podría convertirse en un importante competidor y amenaza para la industria. Se espera que servicios de calidad y económicos como Netflix ayuden a disminuir el consumo de video a través de la piratería.

Desde el punto de vista de los proveedores, las compañías que brindan los servicios de streaming han ido desarrollando una estrategia de integración vertical, esta estrategia les permite desarrollar su propio contenido sin la necesidad de comprar patentes o derechos, pues a través de sus propias productoras negocian directamente con el staff técnico que desarrolla el contenido.



En síntesis, la industria es altamente competitiva pues los consumidores se enfrentan a una variada oferta de servicios de streaming con bajos costos de cambios, alta cantidad de productos sustitutos y durante los últimos años han ingresado nuevos competidores al mercado que desean disputar las condiciones de liderazgo actual a través de agresivas estrategias de crecimiento global.

### 3.2. Descripción de la Empresa y su Historia

#### 3.2.1. Descripción de la Empresa

Netflix, Inc. es una empresa de entretenimiento estadounidense creada en 1997 cuyo servicio principal es la distribución de contenidos audiovisuales a través de una plataforma en línea o servicio de video bajo demanda por retransmisión en directo (streaming). La Compañía transa sus acciones en la bolsa de valores de NASDAQ:

**Figura 1: Resumen Antecedentes de la Compañía**

ANTECEDENTES	NETFLIX INC
Nemotécnico	NFLX
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado donde transa	NASDAQ
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a la distribución de contenidos audiovisuales a través de una plataforma en línea.
Sector e industria	Entretenimiento
Negocios	Streaming Doméstico, Streaming Internacional, DVD
Principales países/mercados	Estados Unidos y Canada, Latinoamérica, Europa, Medio Oriente y África, Asia y el Pacífico
EBITDA Consolidado 2019 [MM USD]	12.329
Ingresos Consolidados 2019 [MM USD]	20.156

Fuente: Elaboración propia

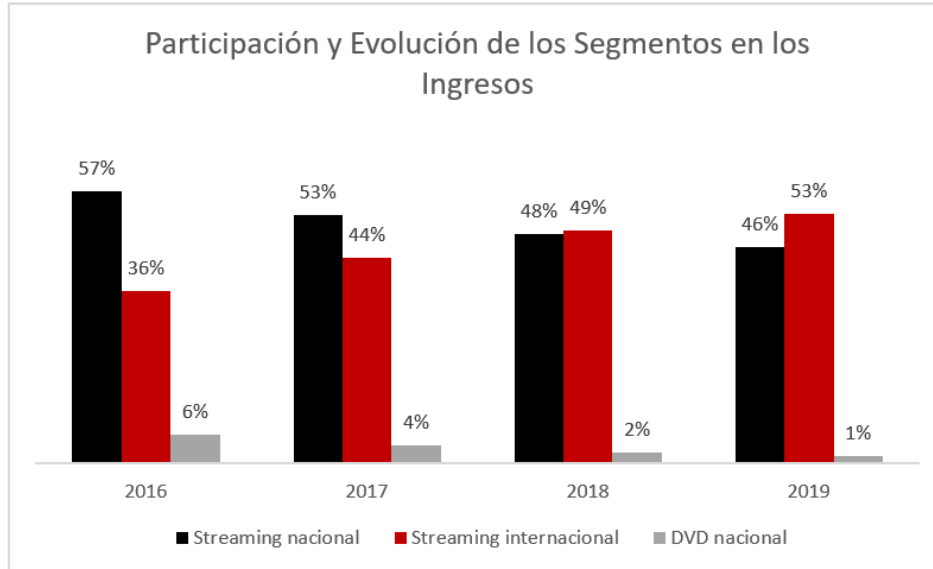
Los servicios de Netflix están enfocados al entretenimiento a través de la visualización ilimitada de tarifa plana sin comerciales de películas y series de televisión, a diferencia de otras compañías en el mercado que ofrecen contenido pago por visión (*pay per view*) o gratuito con publicidad. No mantienen barreras de salida, los suscriptores pueden dejar el servicio cuando lo deseen sin costo adicional. Netflix está disponible para los consumidores a través de su aplicación, televisores inteligentes, consolas de juegos, reproductores multimedia de transmisión y Fire TV de Amazon.

### Segmentos

La Compañía tiene tres segmentos reportables:

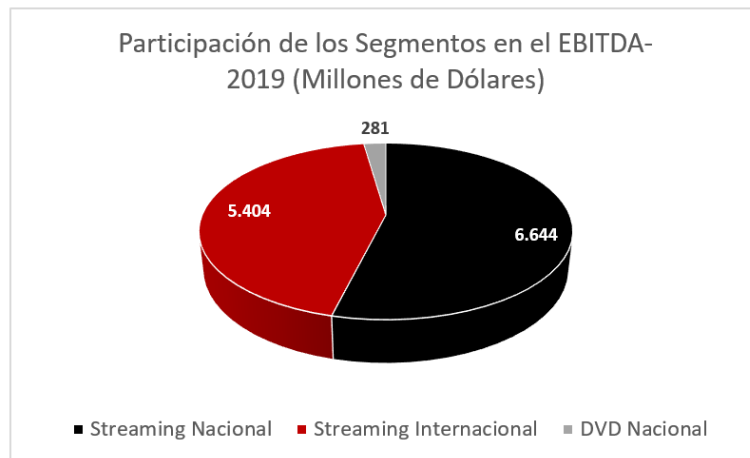
- **Streaming Doméstico:** obtiene ingresos de las tarifas de membresía mensuales por servicios relacionados con la transmisión de contenido a los miembros en los Estados Unidos.
- **Streaming Internacional:** obtiene ingresos de las tarifas de membresía mensuales por servicios relacionados con la transmisión de contenido a miembros fuera de los Estados Unidos.
- **DVD nacional:** obtiene ingresos de las cuotas mensuales de membresía por servicios que consisten únicamente en DVD por correo.

**Figura 2:** Participación y Evolución de Segmentos en los Ingresos



**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía para cada período.

**Figura 3:** Participación de Segmentos en el EBITDA<sup>7</sup>



**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al 31 de diciembre de 2019

<sup>7</sup> Ebitda por segmento calculado con la distribución de gastos según lo que cada segmento representa sobre los ingresos del año. La información por segmentos fue presentada por la Compañía hasta 2019, cambiando la forma de reporte a regiones a partir de 2020.

Tal como muestran las figuras anteriores, Netflix se ha ido alejando gradualmente de su segmento comercial de DVD para centrarse estrictamente en la transmisión (streaming), pasando el segmento de DVD's de generar un 6% de sus ingresos en 2016 a un 1% en 2019. Se espera que su servicio de DVD continúe disminuyendo y, en última instancia, finalice en 2027.

Para los servicios de streaming, Netflix ofrece tres tipos principales de planes de membresía:

- **Plan Básico:** incluye acceso a transmisión de calidad de definición estándar en una sola pantalla a la vez.
- **Plan Estándar:** incluye acceso a transmisión de calidad de alta definición en dos pantallas al mismo tiempo.
- **Plan Premium:** incluye acceso a contenido de calidad de alta definición y ultra alta definición en cuatro pantallas simultáneamente.

Al 31 de diciembre de 2019, los precios de todos los planes variaban en Estados Unidos entre \$8,99 mensual (Plan Básico), \$12,99 mensual (Plan Estándar) y \$15,99 mensual (Premium) e internacionalmente, desde el equivalente en dólares estadounidenses de aproximadamente \$3 a \$22 por mes.

### Expansión Internacional

La Compañía tiene presencia internacional a través de sus filiales. La lista de subsidiarias significativas se presenta a continuación:

**Figura 4: Principales Filiales**

<b>Nombre Legal</b>	<b>Jurisdicción</b>	<b>% Propiedad</b>
Netflix Entretenimento Brasil LTDA	Brazil	100%
Netflix International B.V.	The Netherlands	100%
Netflix Studios, LLC	United States	100%
Netflix Global, LLC	United States	100%

**Fuente:** 10K de la Compañía al 31 de diciembre de 2019

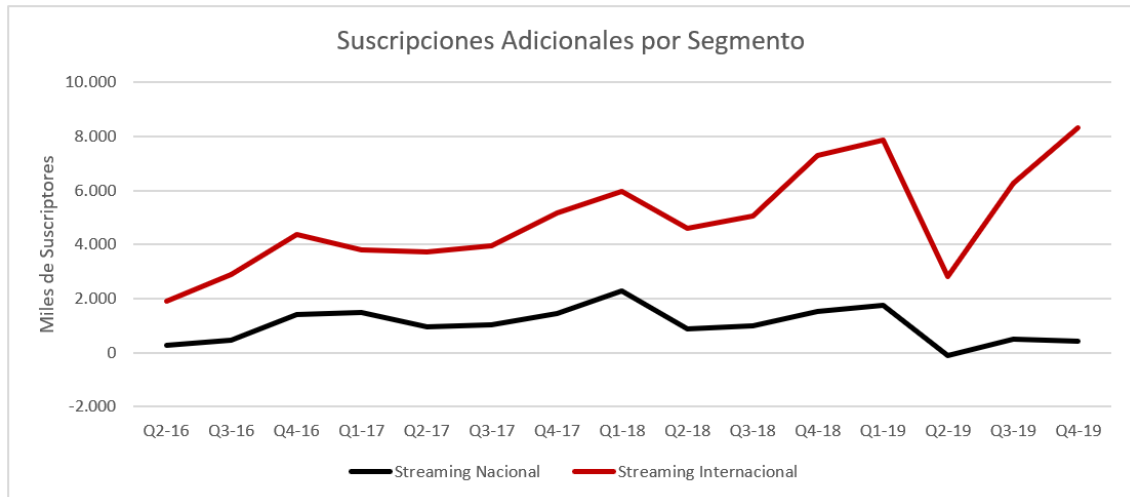
Netflix ha pronosticado que el punto en el cual el mercado americano estará saturado será entre 60 y 90 millones de suscriptores.<sup>8</sup> A 2017 Netflix mantenía 54,75 millones de suscriptores en Estados Unidos, lo que impulsó que pusiera énfasis en la expansión global.

La Compañía ha ampliado sus operaciones en el extranjero en todas las naciones desarrolladas. A diciembre de 2017, mantenía 120 millones de suscriptores en todo el mundo y al final del primer trimestre de 2020, la plataforma contaba con aproximadamente 183 millones de clientes en todo el mundo, la mayoría fuera de Estados Unidos. El crecimiento en los últimos tres años de las adiciones de suscriptores, por segmento, se observa en la figura a continuación:

---

<sup>8</sup> Fitchratings.com <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/media-streaming-evolution-drives-netflix-growth-uncertainty-23-07-2019>

**Figura 5: Adiciones de Suscriptores Netas**



**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía para cada período

### 3.2.2. Reseña Histórica

Netflix fue la primera compañía de distribución de entretenimiento en establecer un alcance de mercado tanto a nivel nacional como internacional, posicionándose como líder en la industria. En 1997 Netflix se convirtió en el primer servicio de alquiler de DVD por Internet y en 1999 diseñó un modelo de suscripción ilimitada. En el 2000, comenzaron a utilizar tecnologías algorítmicas para mejorar las recomendaciones de los usuarios de su modelo. En 2007 Netflix se convirtió en un servicio de transmisión (streaming). La Compañía se expandió internacionalmente en 2010 con transmisión disponible en Canadá, seguida de América Latina y el Caribe<sup>9</sup>.

Netflix ingresó a la industria de producción de contenido en 2012. En enero de 2016, los servicios de Netflix operaban en más de 190 países. La Compañía lanzó en 2016 aproximadamente 126 series y películas originales, más que cualquier otra red o canal

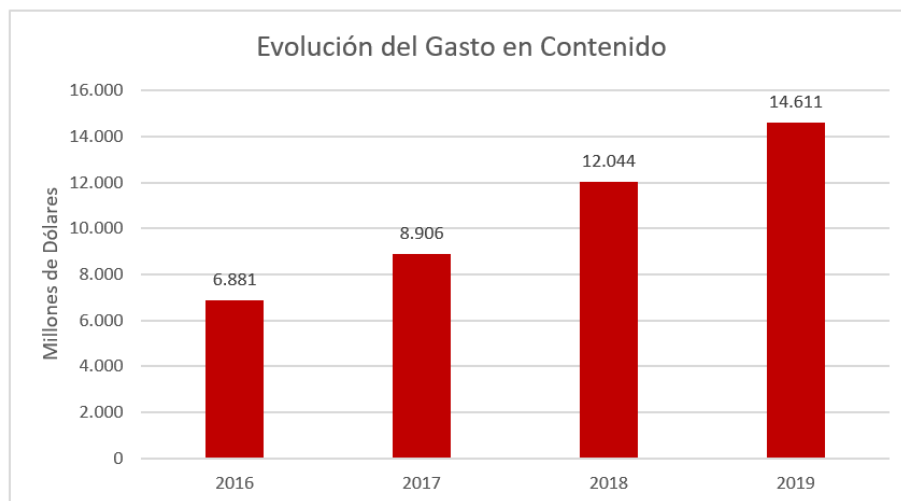
<sup>9</sup> Krause Fund Research Spring 2018, Estudio de la Universidad de Iowa.

de cable. Sus esfuerzos por producir contenido nuevo, asegurar los derechos de contenido y la diversidad en 190 países han dado como resultado que la Compañía acumule miles de millones en deuda.<sup>10</sup>

Un "Original de Netflix" es contenido producido, coproducido o distribuido por Netflix exclusivamente en sus servicios. Netflix financia sus programas originales de manera diferente a otras cadenas de televisión, cuando firman un proyecto proporciona el dinero por adelantado y ordena inmediatamente dos temporadas de la mayoría de las series.

En octubre de 2017, Netflix reiteró el objetivo de que la mitad de su biblioteca consistiera en contenido original para 2019, anunciando un plan para invertir \$8 mil millones en contenido original en 2018. En mayo de 2018, el director de contenido, Ted Sarandos, declaró que Netflix había aumentado su gasto en contenido original, destinando el 85% del gasto de ese año a contenido nuevo.<sup>11</sup>

**Figura 6: Evolución del Gasto en Contenido**



**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía para cada periodo.

<sup>10</sup> Analysis of Netflix Inc. Financial Club Student Investor (2019)

<sup>11</sup> Analysis of Netflix Inc. Financial Club Student Investor (2019)

## Resumen Cronológico y Expansión internacional

<b>1997</b>	- Reed Hastings y el ejecutivo de software Marc Randolph cofundan Netflix, un videoclub online.
<b>1998</b>	- Netflix lanza el primer sitio web de alquiler y venta de DVD: netflix.com.
<b>1999</b>	- Netflix estrena su servicio de suscripción, que permite alquilar un número ilimitado de DVD por una tarifa mensual muy económica.
<b>2000</b>	- Netflix presenta un sistema personalizado de recomendación de películas, que utiliza las puntuaciones de sus suscriptores para predecir las elecciones de todos los usuarios de Netflix.
<b>2002</b>	- Netflix sale a bolsa (IPO en Nasdaq con el teletipo "NFLX" y 600.000 suscriptores en Estados Unidos).
<b>2005</b>	- El número de suscriptores de Netflix ya asciende a 4,2 millones
<b>2007</b>	- Netflix presenta su servicio de streaming en 2007, que permite a los suscriptores ver series de televisión y películas al instante en sus ordenadores personales.
<b>2008</b>	- Netflix se asocia con empresas de electrónica de consumo para ofrecer streaming a través de la Xbox 360, de los reproductores de discos Blu-ray y de los decodificadores de TV.
<b>2009</b>	- Netflix se asocia con empresas de electrónica de consumo para ofrecer streaming a través de la PS3, de televisores y de otros dispositivos conectados a Internet.
<b>2010</b>	- Netflix ya puede utilizarse en los dispositivos de Apple (iPad, iPhone y iPod Touch), en la Wii de Nintendo y en otros dispositivos conectados a Internet. Netflix lanza su servicio en Canadá.
<b>2011</b>	- Lanzamiento de Netflix en Latinoamérica y en el Caribe.



<b>2012</b>	- Netflix llega a Europa. Ya está disponible en el Reino Unido, en Irlanda y en los países nórdicos. Netflix gana su primer premio Primetime Emmy por su ingeniería.
<b>2013</b>	- Netflix se expande a los Países Bajos. Netflix estrena sus primeras series originales: "House of Cards", "Hemlock Grove", "Arrested Development" y "Orange is the New Black".
<b>2014</b>	- En el año 2014, Netflix lanza su servicio en otros seis países europeos (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Luxemburgo y Suiza). Netflix obtiene 31 nominaciones a premios Primetime Emmy en diversas categorías. Netflix es la primera plataforma de TV por Internet de la historia nominada a un Primetime Emmy. Netflix ya suma más de 50 millones de suscriptores en todo el mundo.
<b>2015</b>	- Netflix lanza su servicio en Australia, Japón y Nueva Zelanda, y continúa su expansión en Europa con España, Italia y Portugal. Se estrena la primera película original de Netflix: "Beasts of No Nation".
<b>2016</b>	- Netflix ya está disponible en todo el mundo. Netflix lanza su servicio de entretenimiento global en 130 países: ya suma 190 países. Netflix estrena "Stranger Things", que se convertirá en todo un fenómeno global de crítica y público.
<b>2017</b>	- Netflix gana su primer Óscar con "Casos Blancos" al mejor cortometraje documental. Netflix llega a los 100 millones de suscriptores.
<b>2018</b>	- Netflix gana el Óscar al mejor largometraje documental por "Ícaro". Netflix estrena originales extranjeros: de España ("La casa de papel", "Élite"), Dinamarca ("The Rain"), la India ("Juegos sagrados") y México ("La casa de las flores"). Netflix es el servicio con más nominaciones (112) a los premios Emmy Primetime y Creative Arts de 2018. Empata con HBO en la mayoría de los premios, y obtiene 23 galardones.

**Fuente:** [https://media.netflix.com/es\\_es/about-netflix](https://media.netflix.com/es_es/about-netflix)

### **3.3. Regulación y Fiscalización**

#### **3.3.1. Obligación de Distribuir Contenido Local**

Durante el año 2018, el pleno del Parlamento Europeo (PE) dictó una serie de normas para regular las plataformas digitales tales como: Netflix, HBO, Movistar entre otras. En esta legislación se establece que para el año 2021 a lo menos el 30% del catálogo de las compañías sea desarrollado en Europa<sup>12</sup>. Esta norma tiene dos objetivos, el primero de ellos busca impulsar las inversiones en Europa y dar una mayor visibilidad a la cultura local y en segundo lugar busca establecer una paridad entre las condiciones exigidas a la televisión tradicional y aquellas exigidas a las plataformas digitales.

#### **3.3.2. Impuestos a Plataformas Digitales**

Un importante tema que puede impactar a Netflix son los cambios en el tratamiento impositivo que reciben las ventas que se realizan en países en los cuales no existen subsidiarias. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) junto con 137 países<sup>13</sup> está desarrollando reglas globales para hacer que las empresas digitales paguen impuestos donde hacen negocios, en lugar de donde registran filiales. Estas nuevas reglas denominadas *BEPS (Base erosion and profit shifting)* buscan normar las estrategias de planificación tributaria de las compañías multinacionales tecnológicas las cuales les permiten optimizar los pagos de impuestos. Se estima que

---

<sup>12</sup> La UE obliga a Netflix y HBO a ofrecer un 30% de producción europea en sus catálogos. Publico.es, Octubre 2018. <https://www.publico.es/internacional/servicios-audiovisuales-ue-obliga-netflix-hbo-ofrecer-30-produccion-europea-catalogos.html>

<sup>13</sup> Miembros de la OCDE/G20, Marco BEPS. Diciembre 2019. <https://www.oecd.org/tax/beps/inclusive-framework-on-beps-composition.pdf>

anualmente las arcas fiscales de los diferentes países dejan de percibir entre \$ 100-240 billones<sup>14</sup> debido a estas optimizaciones.

### 3.3.3. Protección de Datos Personales

El “Reglamento General de Protección de Datos” (“RGPD”) comenzó a regir el 25 de mayo de 2018, este reglamento hace referencia a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos.

Los derechos que otorga el RGPD son los siguientes<sup>15</sup>:

- Acceder a información personal
- Actualizar ("rectificar") información personal.
- Solicitar la eliminación ("borrado") de información personal
- Rechazar, detener o "restringir" el procesamiento de tu información personal.
- Solicitar una copia de la información personal.
- Presentar reclamos ante una autoridad de protección de datos respecto de la recopilación y el uso que se da a la información personal.

Si bien el Reglamento no contiene normas sustancialmente distintas a aquellas establecidas en la Directiva y en la legislación de los Estados miembros de la Unión Europea, sí se destaca que por primera vez se considere la realidad del Internet y de un

---

<sup>14</sup> What's BEPS?

<https://www.oecd.org/tax/beps/about/#:~:text=The%20Inclusive%20Framework%20on%20BEPS%20allows%20interested%20countries%20and%20jurisdictions,implementation%20of%20the%20BEPS%20Package.&text=The%20results%20of%20the%20peer%20reviews%20show%20strong%20implementation%20throughout%20the%20world.>

<sup>15</sup> <https://help.netflix.com/es/node/100629>

mundo globalizado en el que, con frecuencia, existe un tratamiento transfronterizo de datos. Por ello, puede entenderse que el Reglamento constituye un nuevo estándar internacional en la materia.<sup>16</sup>

### 3.4. Principales Accionistas

Al 30 de junio del año 2020, los principales accionistas de Netflix Inc. son los siguientes:

**Figura 7: Principales Accionistas al 30 de junio 2020**

Accionistas	Millones de Acciones	Participación
Capital Research Global Investors	34,1	7,7%
The Vanguard Group, Inc.	34,0	7,7%
Fidelity Management & Research Company	21,7	4,9%
T. Rowe Price Associates, Inc.	20,6	4,7%
BlackRock Institutional Trust Company	19,6	4,4%
State Street Global Advisors (US)	16,6	3,8%
Capital International Investors	15,1	3,4%
Capital World Investors	13,7	3,1%
Jennison Associates LLC	9,1	2,1%
Baillie Gifford & Co.	7,7	1,8%
Geode Capital Management, L.L.C.	6,6	1,5%
Sands Capital Management, LLC	5,4	1,2%
Otros Accionistas	236,3	53,6%
<b>Total</b>	<b>440,6</b>	<b>100,0%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base a información extraída de Thomson Reuters Eikon

Al observar la tabla, es posible concluir que la propiedad de la Compañía se encuentra altamente atomizada pues los dos mayores accionistas poseen solo un 7,7% de participación cada uno, mientras que si se consideran a los 12 accionistas mayoritarios solo se tiene un 46,4% de participación.

<sup>16</sup> Nuevo Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea. Sara Bertschik. <https://www.fn.cl/publicaciones/nuevo-reglamento-general-de-proteccion-de-datos-de-la-union-europea/>

### 3.5. Empresas de la Industria

#### Hulu

Actualmente, el competidor más directo de Netflix es Hulu, empresa estadounidense controlada por The Walt Disney Company, que ofrece en Estados Unidos películas y series por suscripciones mensuales que van de \$6 a \$12 (con o sin publicidad). Hulu tiene una modesta selección de películas y en su biblioteca predominan programas de televisión. Sin embargo, Hulu sólo es accesible en Estados Unidos y Japón y no cotiza en Bolsa. Hulu alcanzó los 30,4 millones de suscriptores a finales de 2019.<sup>17</sup>

#### Disney

Disney, con su Disney+ app, ofrece la programación de las principales franquicias de Disney, como Star Wars y Marvel Studios, además de su programación original nueva y opciones de National Geographic. El servicio también incluye todas las temporadas de las películas de Los Simpson y 21st Century Fox. A partir de mayo de 2020, las suscripciones de paquetes a Disney+, Hulu y ESPN+ cuestan \$12.99 por mes. Las suscripciones solo a Disney+ cuestan \$ 6.99 por mes

#### Amazon

La mayor amenaza competitiva para Netflix es probablemente Amazon. En el 2019, Amazon Prime Video (un servicio de videos -películas y series- disponibles en streaming), tenía alrededor de 150 millones de suscriptores en más de 200 países, un número que ha estado creciendo a un ritmo rápido en los últimos años a medida que la

---

<sup>17</sup> Who Are Netflix's Main Competitors? Dan Moskowitz, Mayo 2020.  
<https://www.investopedia.com/articles/markets/051215/who-are-netflixs-main-competitors-nflx.asp>

compañía ha aumentado la producción de su contenido original. Amazon ofrece un paquete de envío gratuito de dos días (*two-day shipping*) para compras y la suscripción de transmisión incluida. El costo de este paquete es de \$12.99 por mes y la membresía sólo por el servicio de transmisión es de \$8.99 por mes; el mismo costo del plan básico de Netflix.

### Apple

En el negocio del streaming cada vez hay más competencia. En Marzo de 2019, Apple dio a conocer un servicio de contenido original llamado Apple TV+, una aplicación de TV renovada y un servicio de canales de Apple TV para acceder a proveedores externos como HBO, Showtime y Starz.

Esta competencia implica para Netflix invertir más para crear programación original y comercializar ese contenido más agresivamente para mantener el ritmo de suscripción de nuevos abonados que son bombardeados con nuevas ofertas y opciones atractivas.

Durante 2019, Netflix aumentó el precio mensual de su plan estándar más popular a \$12,99 desde \$10,99 en los Estados Unidos, América Latina y el Caribe, en comparación con el precio anticipado más asequible de Disney + de \$6,99 por mes. El movimiento de precios de Netflix se generó para ayudar a financiar un mayor desarrollo de la programación original, pero una estrategia arriesgada dado el aumento de la competencia.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Media Streaming Evolution Drives Netflix Growth Uncertainty. FitchRatings, Julio 2019: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/media-streaming-evolution-drives-netflix-growth-uncertainty-23-07-2019>

Competidores como Disney y AT&T tienen contenido bien reconocido y generan un flujo de caja significativo que les brinda más flexibilidad financiera que Netflix para invertir en contenido, al mismo tiempo que compiten en precio. Hasta el momento, Netflix es el líder del mercado en suscripción de video a pedido (SVOD por sus siglas en inglés).

Fitch Rating cree que existe una mayor incertidumbre en torno a la trayectoria de crecimiento de Netflix, particularmente porque pierde contenido crítico (series como Friends y The Office) frente a los rivales que desarrollan sus propias plataformas directas al consumidor (DTC por sus siglas en inglés).

En la mayoría de los mercados de tercer nivel (India, Egipto, Vietnam, entre otros) Netflix no enfrenta una competencia real. Los mayores competidores de Netflix en India son HotStar (el servicio de transmisión más popular en todo el país que Disney adquirió como parte de su impulso global), JioTV (un transmisor local que ofrece deportes y canales en vivo) y Amazon Prime. Una gran parte de los suscriptores de JioTV y HotStar se centran en dispositivos móviles, y ahí es donde Netflix está tratando de dejar una huella. Eso ayuda a explicar por qué Netflix está invirtiendo \$ 400 millones en producción original en India entre 2019 y 2020<sup>19</sup>.

A continuación, se muestra un resumen de las empresas relevantes de la industria de medios y entretenimiento:

---

<sup>19</sup> Netflix already won the US; now it needs the world. Julia Alexander, Febrero 2020.  
<https://www.theverge.com/2020/2/20/21142065/netflix-streaming-wars-subscriber-growth-disney-international>

**Figura 8: Antecedentes de Compañías de la Industria**

ANTECEDENTES	WALT DISNEY CO
Nemotécnico	DIS
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado donde transa	NYSE
Descripción de la empresa	Es la compañía de medios de comunicación y entretenimiento estadounidense más grande del mundo. Es operadora y licenciataria de parques temáticos y diversos canales de televisión abierta y de pago y los variados canales familiares marca Disney. A través de Disney+, tiene una oferta que incluye Hulu y ESPN+ (deportes).
Sector e industria	Entretenimiento
Negocios	Media (Cable y Radiodifusión), Parques, Experiencias y Productos, Entretenimiento de Estudio, Servicios Directo al Consumidor (Contenido)
Principales países/mercados	Estados Unidos y Canadá, Europa, Asia, Latinoamérica
EBITDA Consolidado 2019 [MM USD]	16.722
Ingresos Consolidados 2019 [MM USD]	69.570

ANTECEDENTES	AMAZON Inc.
Nemotécnico	AMZN
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado donde transa	NASDAQ
Descripción de la empresa	Es una compañía estadounidense de comercio electrónico y servicios de computación en la nube. Está totalmente diversificada y catalogada en diferentes líneas de productos, ofreciendo DVD, CD de música, software, videojuegos, electrónica, ropa, muebles, comida, libros, etc. Cuenta con Amazon Prime Video, un servicio de videos (películas y series) disponible en streaming, que ofrece miles de títulos sin coste adicional a la afiliación mensual o anual a Prime Video. Los clientes tienen una suscripción por mes para disponer del envío de sus compras gratuito y más rápido, a la vez que tienen acceso a una variedad de servicios que incluyen el entretenimiento.
Sector e industria	E-commerce, Tecnología
Negocios	Norteamérica (ventas de productos de consumo y suscripciones a través de tiendas físicas y online centradas en Norteamérica), Internacional (ventas de productos de consumo y suscripciones a través de tiendas físicas y online internacionales), AWS (computación, almacenamiento, base de datos)
Principales países/mercados	Norteamérica e Internacional
EBITDA Consolidado 2019 [MM USD]	43.194
Ingresos Consolidados 2019 [MM USD]	280.522



ANTECEDENTES	APPLE Inc.
Nemotécnico	AAPL
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado donde transa	NASDAQ
Descripción de la empresa	Es una empresa estadounidense que diseña y produce equipos electrónicos, software y servicios en línea. En 2019 anunció un servicio de televisión web de vídeo streaming por suscripción sin publicidad (Apple TV+)
Sector e industria	Tecnología
Negocios	Productos (Iphone, Mac, Ipad, Accesorios), Servicios (Contenido digital y Streaming, AppleCare, iCloud, Licencias)
Principales países/mercados	Americas, Europa, China, Japón, Asia
EBITDA Consolidado 2019 [MM USD]	82.545
Ingresos Consolidados 2019 [MM USD]	260.174

ANTECEDENTES	AT&T Inc.
Nemotécnico	T
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado donde transa	NYSE
Descripción de la empresa	Es la compañía de telecomunicaciones más grande del mundo, el mayor proveedor de servicios teléfono móvil y el proveedor más grande de servicios teléfono fijo en los Estados Unidos. En 2016 adquirió DirecTV y en 2018 WarnerMedia, con lo que ingresa a la industria del entretenimiento y medios. Con estas adquisiciones AT&T controla las productoras, subsidiarias y filiales de la Warner Bros y diversos canales de televisión por cable como CNN, HBO, Cartoon Network, Boomerang, TNT, HTV, Cinemax. En 2019 anunció su propio servicio de vídeo bajo demanda, llamado HBO Max incluyendo todo el servicio de HBO, títulos de TV y películas de Warner Bros., DC Expanded Universe y una serie de nuevos Max Originals, entrando así al negocio de las plataformas de streaming.
Sector e industria	Telecomunicaciones, Medios de comunicación, Entretenimiento
Negocios	Comunicaciones (Servicios y equipos inalámbricos, Entretenimiento, Servicios IP), Warner Media (Canales TV, Films, Juegos), Latin America (Entretenimiento y Wireless en Mexico, Latinoamérica y el Caribe), Xandr (Servicios de Publicidad)
Principales países/mercados	
EBITDA Consolidado 2019 [MM USD]	65.759
Ingresos Consolidados 2019 [MM USD]	181.193

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de cada compañía al 31 de diciembre de 2019

## 4. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

### 4.1. Análisis de Crecimiento de la Empresa

Para analizar el crecimiento de la empresa se tomaron las ventas desde el año 2016 al 2019 y se realizó la apertura por segmento de negocio. Al analizar los segmentos, encontramos que hasta 2019 la Compañía operó y reportó los siguientes: streaming nacional, streaming internacional y DVD nacional. Debido al incremento de los derechos de transmisión de contenido a nivel global a partir de 2020, la Compañía opera como un solo segmento y reporta resultados de streaming por región: Estados Unidos y Canadá, Europa Oriente Medio y África, Latino América y Asia Pacífico.

**Figura 9:** Ventas por Segmento hasta 2019

Segmento	2016	2017	2018	2019
Streaming nacional [MM USD]	5.077	6.153	7.647	9.243
Streaming internacional [MM USD]	3.211	5.089	7.782	10.616
DVD nacional [MM USD]	542	450	366	297
<b>Total Ingresos [MM USD]</b>	<b>8.831</b>	<b>11.693</b>	<b>15.794</b>	<b>20.156</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período.

**Figura 10:** Peso Relativo de Cada Segmento Sobre el Total de Ingresos

Segmento	2016	2017	2018	2019
Streaming nacional	57%	53%	48%	46%
Streaming internacional	36%	44%	49%	53%
DVD nacional	6%	4%	2%	1%
<b>Total Ingresos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

Para el año 2019, se observa que las ventas del segmento doméstico representan el 46% de los ingresos de la Compañía, las del segmento internacional 53% y las membresías de DVD 1%, de los ingresos totales. Resalta el decrecimiento de los ingresos del segmento doméstico y DVD entre 5%- 2% anual y el crecimiento del segmento internacional entre 8%- 4% anual.

Analizando el crecimiento anual de los ingresos en forma porcentual se obtiene lo siguiente:

**Figura 11:** Variación Anual de las Ventas por Segmento hasta 2019

Segmento	2016	2017	2018	2019	Promedio
Streaming nacional	21%	21%	24%	21%	22%
Streaming internacional	64%	58%	53%	36%	53%
DVD nacional	-16%	-17%	-19%	-19%	-18%
<b>Total Ingresos</b>	<b>30%</b>	<b>32%</b>	<b>35%</b>	<b>28%</b>	<b>31%</b>

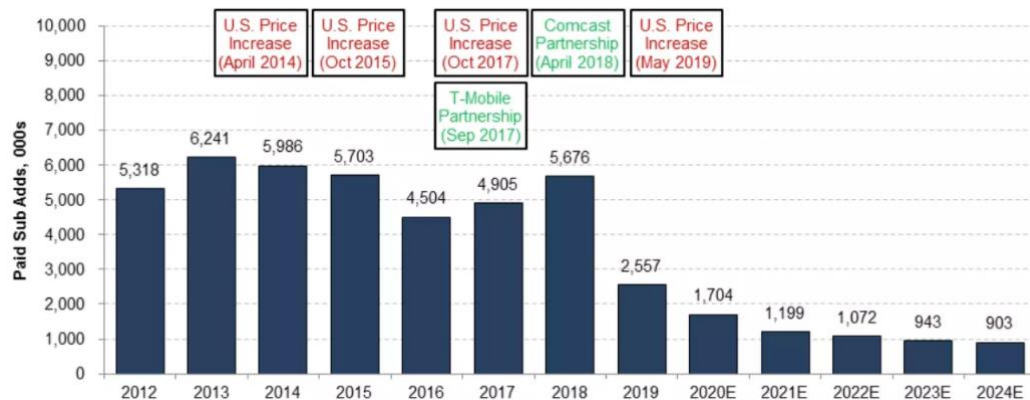
**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

Se evidencia que el crecimiento de la Compañía para el período en estudio se ha generado por la expansión en el mercado internacional que ha generado un aumento de suscriptores y representa un 53% y 36% de los ingresos de 2018 y 2019 respectivamente. El crecimiento de los ingresos de la división de transmisión internacional ha sido clave para la apreciación del precio de las acciones de Netflix, ayudado además por la mejora de los márgenes. Tal como se analizó en la Sección 3, el segmento doméstico se mantiene en crecimiento dado el aumento de tarifas más que suscriptores.

El analista Michael Nathanson anunció en una nota de investigación que su empresa *“está aumentando la estimación de suscriptores totales de Netflix en un 10% para 2024,*

*impulsada por un aumento en los suscriptores internacionales". Nathanson agrega que, durante los próximos cinco años, espera que Netflix disminuya su velocidad a alrededor de 1 millón de suscriptores estadounidenses cada año. Esto es una gran desviación de los 5 millones de suscriptores promedio que Netflix estaba agregando en los EE.UU. entre 2012 y 2018, tal como se ve en el cuadro a continuación:<sup>20</sup>*

**Figura 12:** Adiciones de Suscripciones Pagas en Estados Unidos (en miles)



**Fuente:** Estimados y análisis de MoffetNathanson publicados en The Verge (febrero 2020).

Los supuestos y proyecciones de este analista son consistentes con el análisis del comportamiento del segmento doméstico realizado por los autores.

Entre 2018 y 2019, Netflix experimentó una disminución del 55% en las adiciones netas, y solo atrajo a 2,6 millones de suscriptores. Estos 2,6 millones de suscriptores es más del 20% de la base total de suscriptores de HBO Now en Estados Unidos y casi el 10% de toda la base de clientes de Hulu, pero no son los números que Netflix estaba generando. Una desaceleración en los Estados Unidos tiene sentido ya que las personas

<sup>20</sup> Netflix already won the US; now it needs the world. Julia Alexander, Febrero 2020.  
<https://www.theverge.com/2020/2/20/21142065/netflix-streaming-wars-subscriber-growth-disney-international>

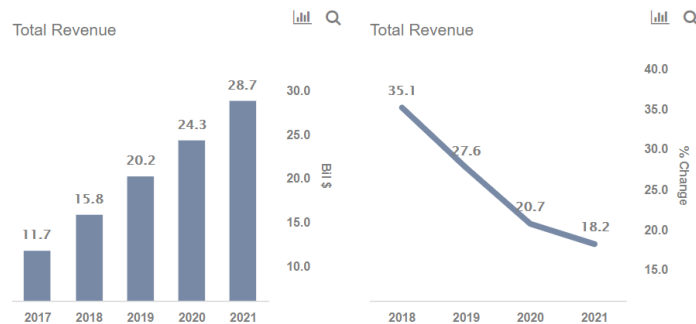
que quieren Netflix probablemente ya tengan Netflix y los que aún se encuentran descubriendo el servicio cuentan con una gran cantidad de alternativas a las que suscribirse.

Dado el análisis se evidencia que producto de la saturación del mercado americano junto con el potencial crecimiento de la competencia, podríamos esperar que la tasa de crecimiento del segmento doméstico en los próximos 5 años empiece a disminuir. La apuesta para sostener el crecimiento de Netflix se mantiene en el segmento internacional.

Hay dos grandes mercados en los que Netflix se enfoca como potencial para agregar suscriptores: los mercados internacionales no ingleses- que tienen una alta penetración de banda ancha- y países enfocados en la telefonía móvil. La adopción de la banda ancha está creciendo y Netflix ya ha invertido en regiones como Alemania y Japón.

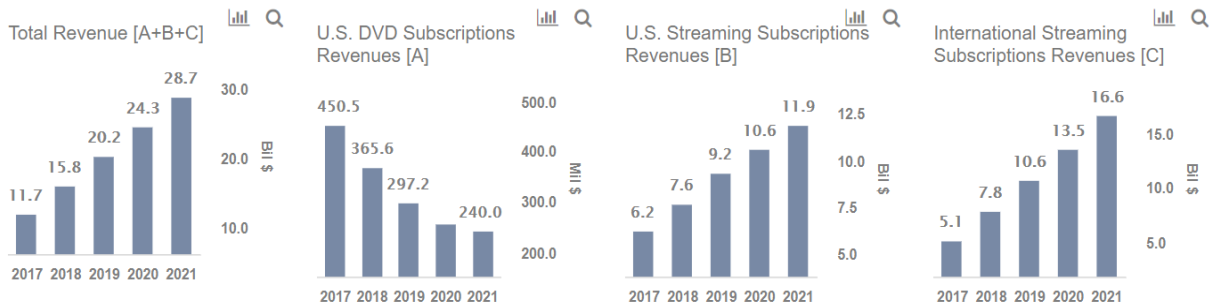
Algunas proyecciones de analistas para los próximos 2 años respaldan que el crecimiento se verá principalmente en el mercado internacional, tal como se muestra en las figuras a continuación:

**Figura 13: Crecimiento de Ingresos Proyectado a 2020-2021 (en US\$ y %)**



Fuente: Trefis dashboards.trefis.com

**Figura 14: Crecimiento de Ingresos Proyectado a 2020-2021 Por segmento**



Fuente: Trefis dashboards.trefis.com

#### 4.2. Análisis de Crecimiento de la Industria

Un número cada vez mayor de personas está utilizando dispositivos móviles como medio principal para ver videos y un número creciente de proveedores de video no tradicionales están desarrollando contenido y tecnologías para satisfacer el deseo de la demanda de entretenimiento por video. El análisis de crecimiento de las empresas de la industria se realizó considerando las principales compañías que prestan servicio de video streaming:

**Amazon Inc.:** Se consideró el crecimiento de las ventas netas de servicios de suscripción que incluye las tarifas asociadas con las membresías de Amazon Prime, audiolibros, videos digitales, música digital, libros electrónicos y otros servicios de suscripción.

**Walt Disney Co:** Se consideró el crecimiento de los ingresos provenientes de las "Tarifas de afiliados" cobradas a los distribuidores de programación de video multicanal (cable, satélite, telecomunicaciones, proveedores de servicios digitales OTT como Hulu y YouTube TV) y estaciones de televisión afiliados a la Red ABC por el derecho a entregar la programación a sus clientes. De igual manera se consideraron los ingresos provenientes de las "Tarifas de suscripción" cobradas a los clientes/suscriptores por los servicios de transmisión y tecnología (a partir de 2018 incluye ESPN + y a partir de 2019 incluye Hulu)

**AT&T Inc.:** Se consideró el crecimiento de los ingresos provenientes de servicios de suscripción de entretenimiento por video utilizando satélite y basados en IP, así como opciones de streaming que no requieren servicios de IP por cable o satelital (OTT).

**Apple Inc.:** Se consideró el crecimiento de las ventas netas de servicios que incluyen contenido digital y servicios de transmisión, AppleCare, licencias y otros servicios, así como la amortización del valor diferido de Maps, Siri y los servicios gratuitos de iCloud, que están incluidos en el precio de venta de ciertos productos.

**Figura 15:** Crecimiento de las Empresas de la Industria de Entretenimiento

Compañía	Producto	2016	2017	2018	2019	Últimos 3 años Promedio
<b>Netflix</b>	<b>Streaming</b>	<b>30,3%</b>	<b>32,4%</b>	<b>35,1%</b>	<b>27,6%</b>	<b>31,7%</b>
Amazon Inc.	Servicios de suscripción	S/I	52,0%	45,7%	35,6%	<b>44,5%</b>
Walt Disney Co	Suscripción y afiliación	1,9%	3,3%	6,2%	35,1%	<b>14,9%</b>
AT&T Inc.	Vídeo de entretenimiento	77,6%	0,5%	-7,8%	-3,7%	<b>-3,7%</b>
Apple Inc.	Servicios de contenido	22,3%	34,3%	21,6%	16,5%	<b>24,1%</b>
	<b>Total crecimiento industria</b>	<b>33,0%</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,2%</b>	<b>22,2%</b>	<b>22,3%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de cada compañía al cierre de cada período

Amazon Inc. a través del servicio de suscripción Amazon Prime, combina el envío gratuito con la transmisión de video y muchos otros servicios por una tarifa anual o mensual, estrategia con la cual ha logrado la lealtad de los suscriptores y el crecimiento del servicio, aunque en el análisis de sus ventas netas se observa que la tasa de crecimiento viene disminuyendo en los últimos años.

Walt Disney Company se encuentra incursionando en este sector y tomó control en 2019 de las operaciones de Hulu, lo que explica el incremento en los ingresos por servicios de Suscripción para ese año al consolidar sus resultados. De igual forma, a finales de 2019 lanzó Disney + en Estados Unidos y otros cuatro países, suscripción que incluye Hulu y ESPN +. El lanzamiento en otros países se llevará a cabo a lo largo de 2020 y 2021 con el objetivo de atraer entre 60 y 90 millones de suscriptores para 2024.

AT&T por su parte adquirió Directv a mediados de 2015, proveedor líder de servicios de entretenimiento de televisión digital tanto en los Estados Unidos como en América Latina, lo que explica el incremento en sus ingresos por servicios de video pago en 2016. Sin embargo, no ha presentado crecimiento desde entonces reconociendo que sus clientes continúan cambiando del servicio premium TV al servicio de video OTT de precio más económico o la competencia. AT&T se encuentra trabajando en su propuesta de



plataforma de transmisión HBO Max para proporcionar, a partir de mediados de 2020, una oferta atractiva de opciones de video para los clientes inalámbricos e impulsar la estrategia directa al consumidor apoyada en inversiones de capital para cambiar la red cableada a tecnología basada en software y administrar la demanda a través de tecnología inalámbrica 5G.

Apple Inc. ha diversificado sus servicios de suscripción para reducir su dependencia de los teléfonos inteligentes, a través de Apple News (noticias), Apple Arcade (videojuegos), Apple Pay (pagos), etc. Su servicio de streaming se encontraba enfocado a música. A finales de 2019 lanzó Apple TV+ con una oferta limitada de contenido original que irá ampliando. En septiembre 2020 lanzó la suscripción Apple One que combina varios servicios: Apple Music, Apple Arcade, Apple TV+ y almacenamiento en iCloud, entre otros, apostando a lograr el crecimiento sostenido que refleja Amazon con su servicio mixto.

De esta forma vemos como las compañías de la industria del entretenimiento están invirtiendo en plataformas de streaming y generación de contenido como una forma de crecimiento de su negocio, de ampliar su cartera de productos y suscriptores.

Según PWC en su artículo Tendencias en entretenimiento y medios de comunicación donde analiza el informe Global Entertainment & Media Outlook 2018-2022 *“Las compañías del entretenimiento y los medios de comunicación están buscando expandirse más allá de las fuentes tradicionales de ingresos, las cuales en algunos casos están disminuyendo. Al mismo tiempo, las empresas de telecomunicaciones están apuntando a los contenidos de entretenimiento y medios de comunicación para revitalizar su crecimiento. Como resultado, todos los actores del ecosistema se*

*apresuran a desarrollar nuevas fuentes de ingresos. Consideremos que el gasto en OTT crecerá a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 10,1% hasta 2022”.*<sup>21</sup>

La pandemia de COVID-19 permitió a las compañías de OTT reinventar su oferta de contenido, desde agregar películas que no pudieron estrenarse en salas de cine hasta brindar conciertos en vivo.

La consultora PWC comenta sobre los efectos de los cambios producto del Covid 19 “*Con las personas quedándose en sus hogares, el video over-the-top (OTT) ha disfrutado de un aumento global de los ingresos de 26,0% en 2020. Y seguirá aumentando sólidamente en los próximos años, casi duplicando su tamaño desde US\$46.400 millones en 2019 hasta US\$86.800 millones en 2024*”. Complementa indicando “*Aunque el 2020 ha sido un año difícil y disruptivo para la mayoría de las industrias, lo cual incluye a muchos segmentos del entretenimiento y los medios, resulta evidente que continúa creciendo la demanda del consumidor por la variada y creciente gama de opciones de medios que ahora se ofrece. Las cifras de ingresos en el Outlook de este año reflejan toda la fuerza de las recesiones económicas y de la aceleración digital desencadenadas por el COVID-19, pero la perspectiva a más largo plazo para la industria del entretenimiento y los medios permanece brillante*”.<sup>22</sup>

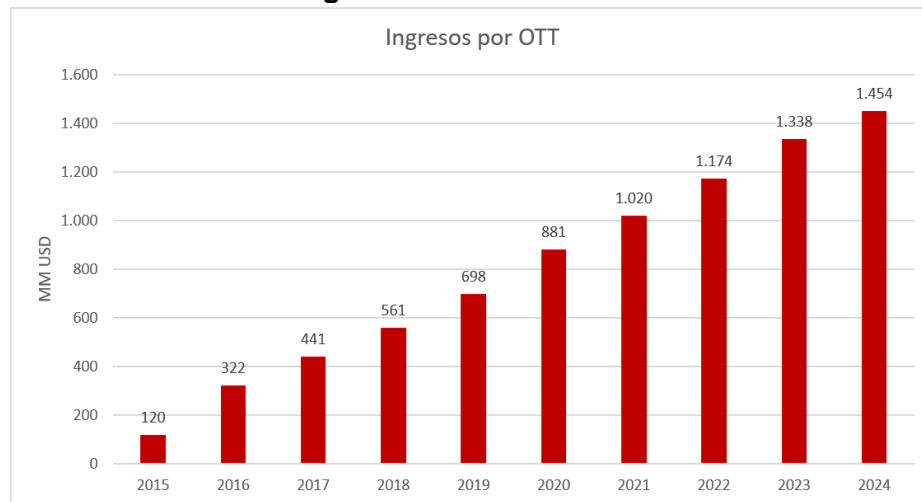
---

<sup>21</sup> Tendencias en entretenimiento y medios de comunicación: convergencia, conexiones y confianza. PWC, Chile, Julio 2018: <https://www.pwc.com/cl/es/prensa/prensa/2018/Tendencias-en-entretenimiento-y-medios-de-comunicacion-convergencia-conexiones-y-confianza.html>

<sup>22</sup> El futuro avanza: la industria del entretenimiento y de los medios se reconfigura en medio de la recuperación. Ashley Worley, PwC. Septiembre 2020: <https://www.prnewswire.com/news-releases/el-futuro-avanza-la-industria-del-entretenimiento-y-de-los-medios-se-reconfigura-en-medio-de-la-recuperacion-850515918.html>

Se prevé que México continúe su camino para superar a Brasil como el mercado más grande de OTT en América Latina en 2022, con ingresos que irían desde US\$ 698 millones en 2019, a casi mil US\$ 1,454 millones en 2024.<sup>23</sup>

**Figura 16: OTT en México**



**Fuente:** Global Entertainment & Media Outlook 2020-2024, PWC, México

Los modelos de negocio se están reinventando para que todas las empresas puedan aprovechar nuevas fuentes de ingresos y crear relevancia a escala. La tecnología está permitiendo que la entrega de contenidos sea cada vez más barata y personalizada, aunado a las mejoras de las tecnologías de internet -que permitirán optimizar la experiencia de usuario en otros dispositivos a través del 5G- el análisis de datos, el uso de algoritmos y la utilización de soluciones de inteligencia artificial, están cambiando el

<sup>23</sup> Global Entertainment & Media Outlook 2020-2024. PWC, Mexico: [http://explore.pwc.com/mx\\_gemo2020/wp\\_gemo2020\\_mexico](http://explore.pwc.com/mx_gemo2020/wp_gemo2020_mexico)

modelo de negocio de las compañías al ser posible ofrecer contenidos y experiencias personalizadas.

Considerando el crecimiento promedio presentado los últimos 3 años por las compañías del ecosistema de video streaming, para este estudio se considera que la industria podría mantener un crecimiento sostenido del 22,3% los próximos 4 años.

### **4.3. Análisis de los Costos y Gastos Operacionales de la Empresa**

#### Costos de servicio

Están conformados principalmente por amortización de los activos de contenido de transmisión. También incluye costos asociados con la adquisición, licenciamiento y producción de contenido, como nómina y gastos de personal, costos asociados con la obtención de derechos sobre la música, acuerdos con el talento, costos relacionados con la producción y costos de entrega (costos de computación en la nube, asociados con la entrega de contenido de transmisión a través de Internet).

#### Gastos de marketing

Consisten principalmente en gastos de publicidad y ciertos pagos realizados a socios de marketing, incluidos los productos electrónicos de consumo ("CE") fabricantes, distribuidores de programación de video multicanal ("MVPD"), operadores móviles y proveedores de servicios de Internet ("ISP"). Incluyen también actividades promocionales como publicidad digital y televisiva y gastos relacionados al personal que apoya las actividades de marketing.

### Gastos de tecnología y desarrollo

Consisten en nómina y gastos relacionados al personal de tecnología, incurridos para hacer mejoras en el servicio, (mantenimiento y modificación de la interfaz de usuario), tecnología, infraestructura de entrega y los gastos asociados a hardware y software de las computadoras.

### Gastos generales y administrativos

Consisten en nómina y gastos relacionados al personal corporativo, honorarios profesionales y otros gastos generales.

**Figura 17: Evolución Histórica de Costos y Gastos Operacionales**

	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%	1S-2020	%
Costo de los ingresos [MM USD]	6.257	74%	7.660	71%	9.968	70%	12.440	71%	7.243	75%
Marketing [MM USD]	1.098	13%	1.278	12%	2.369	17%	2.652	15%	938	10%
Tecnología y desarrollo [MM USD]	780	9%	1.053	10%	1.222	9%	1.545	9%	889	9%
Generales y administrativos [MM USD]	316	4%	864	8%	630	4%	914	5%	529	6%
<b>Total [MM USD]</b>	<b>8.451</b>	<b>100%</b>	<b>10.854</b>	<b>100%</b>	<b>14.189</b>	<b>100%</b>	<b>17.552</b>	<b>100%</b>	<b>9.600</b>	<b>100%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

Se evidencia que los costos son las erogaciones más relevantes de la Compañía representando en promedio el 70% de los gastos operacionales, ya que incluyen la amortización de la inversión en contenido que ha ido aumentando en los últimos cuatro años (Ver Figura 6, Sección 2).

La Compañía presenta una estructura de costos y gastos estable en el tiempo y en línea con el crecimiento de los ingresos. A continuación, se observa su representatividad en relación con los ingresos:

**Figura 18:** Costos y Gastos Operacionales en Relación a los Ingresos

	2016	2017	2018	2019	1S-2020
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de los ingresos	-71%	-66%	-63%	-62%	-61%
<b>Resultado bruto</b>	<b>29%</b>	<b>34%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>
Marketing	-12%	-11%	-15%	-13%	-8%
Tecnología y desarrollo	-9%	-9%	-8%	-8%	-8%
Generales y administrativos	-4%	-7%	-4%	-5%	-4%
<b>Resultado operacional</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

Se observa eficiencias y posibles economías de escala en los Costos de los servicios que vienen presentando una tendencia a la baja en relación a la proporción que representan sobre los ingresos generados por año. Los gastos de Marketing, así como los Gastos Generales y administrativos, presentan leves fluctuaciones como porcentaje de los ingresos, mientras que los gastos de Tecnología y desarrollo permanecen estables siendo en promedio un 8% de los ingresos.

#### 4.4. Análisis del Resultado No Operacional de la Empresa

Se identificaron como partidas del resultado no operacional los gastos e ingresos por interés, las cuales presentan recurrencia para el periodo bajo estudio.

##### Gastos por intereses y otros ingresos (gastos)

Los gastos por intereses consisten principalmente en los intereses asociados con las obligaciones de deuda a largo plazo. Los otros ingresos (gastos) consisten principalmente en ganancias y pérdidas cambiarias sobre saldos denominados en moneda extranjera e intereses devengados por efectivo.

**Figura 19: Evolución Histórica Resultados No Operacionales**

	2016	2017	2018	2019	1S-2020	Promedio
Gasto de interés [MM USD]	-150	-238	-420	-626	-373	(362)
Otros ingresos (gastos) [MM USD]	31	-115	42	84	-111	(14)
<b>Total [MM USD]</b>	<b>(119)</b>	<b>(353)</b>	<b>(379)</b>	<b>(542)</b>	<b>(485)</b>	<b>(376)</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

**Figura 20: Resultados No Operacionales en Relación a los Ingresos**

	2016	2017	2018	2019	1S-2020	Promedio
Gasto de interés	-1,70%	-2,04%	-2,66%	-3,11%	-3,17%	-2,53%
Otros ingresos (gastos)	0,35%	-0,98%	0,26%	0,42%	-0,95%	-0,18%
<b>Total</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>	<b>-3%</b>

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período

Con estos resultados se observa que el gasto por interés presenta recurrencia, producto del devengamiento asociado a la deuda a largo plazo emitida. Sin embargo, no es representativo para las operaciones de la Compañía.

#### **4.5. Análisis de los Activos de la Empresa**

Dada la naturaleza de los servicios de Netflix, sus activos más relevantes son los activos por contenido, que incluyen las licencias de contenido y producciones propias.

Asimismo, el efectivo disponible para invertir en la producción de contenido también es relevante y vemos que la Compañía tiende a mantener su caja en torno al 15% de sus activos (Ver Sección 3) y al corte de junio de 2020 aumento en su posición al 19% producto de la emisión de deuda con la cual se encuentra levantando capital para la producción de contenido original.

Los otros activos corrientes incluyen cuentas por cobrar y gastos pagados por anticipado y los otros activos no corrientes agrupan los contenidos en DVD's, derechos en arriendos e impuestos diferidos.

Todos sus activos presentan naturaleza operacional y se presentan como parte de las operaciones normales de la Compañía.

**Figura 21:** Composición de los Activos al 30 de junio de 2020

Tipo de Activo	30.06.2020	%	Operacional	No Operacional
<b>Efectivo y equivalentes</b>				
Efectivo	2.980		X	
Money market	3.873		X	
Depositos a plazo en el extranjero	300		X	
<b>Total efectivo y equivalentes [MM USD]</b>	<b>7.153</b>	<b>19%</b>		
<b>Otros activos corrientes</b>				
Cuentas comerciales por cobrar	566		X	
Gastos prepagados	205		X	
Otros	640		X	
<b>Total otros activos corrientes [MM USD]</b>	<b>1.411</b>	<b>4%</b>		
<b>Activos por contenido no corrientes, neto</b>				
Contenido con licencia, neto	14.633		X	
Contenido producido, neto	-		X	
- Liberado, menos amortización	5.034			
- En producción	4.718			
- En desarrollo y pre-producción	771			
<b>Total activos por contenido, neto [MM USD]</b>	<b>25.155</b>	<b>68%</b>		
<b>Propiedades y equipos</b>				
Terreno	14		X	
Edificios	42		X	
Mejorar a propiedad arrendada	378		X	
Muebles y accesorios	93		X	
Tecnologías de la información	259		X	
Avión corporativo	110		X	
Maquinaria y equipo	44		X	
Activos en proceso	273		X	
Menos: depreciación acumulada	(460)			
<b>Total propiedades y equipos, neto [MM USD]</b>	<b>752</b>	<b>2%</b>		
<b>Otros activos no corrientes [MM USD]</b>	<b>2.704</b>	<b>7%</b>	X	
<b>Total activos [MM USD]</b>	<b>37.175</b>	<b>100%</b>		

**Fuente:** Elaboración propia con base en el 10Q de la Compañía al 30 de junio de 2020.



## 5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

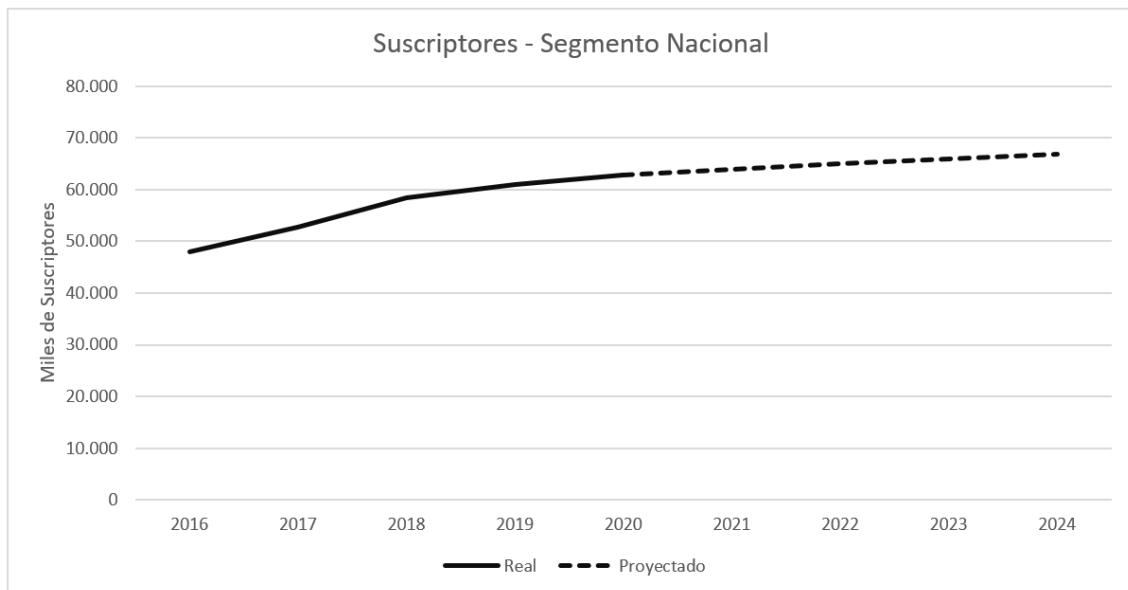
### 5.1. Ingresos Operacionales Proyectados

#### 5.1.1. Segmento Nacional

##### Suscriptores

En los Estados Unidos, que representó el Segmento Nacional hasta 2019, el crecimiento anual de suscriptores alcanzó su punto máximo en 2014 a una tasa de 6 millones y, en general, ha fluctuado entre 5 y 6 millones desde entonces. Sin embargo, en 2019 esta cifra desaceleró ya que la Compañía agregó 2,6 millones de suscriptores. Esto significaría que su ritmo de crecimiento anual de suscriptores podría empezar a ser entre 1 y 2 millones durante los próximos cinco años, por lo que se espera que el crecimiento en suscriptores en Estados Unidos comience a disminuir a partir de 2021, tal como se analizó en la Sección 7.1.

**Figura 22:** Evolución de Suscriptores - Segmento Nacional



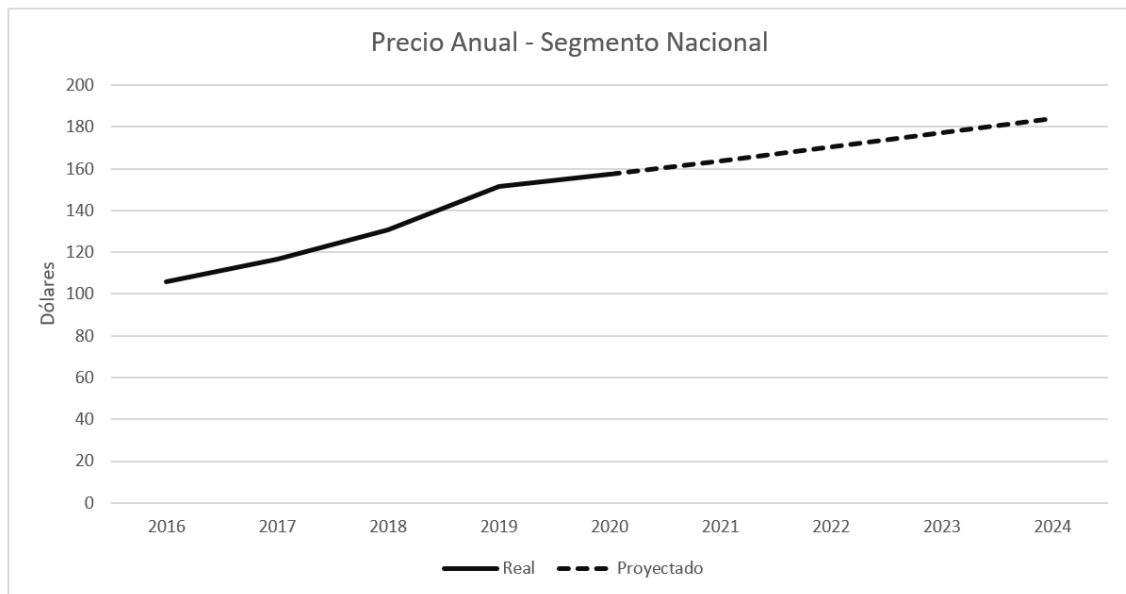
Fuente: Elaboración propia

## Precios

Durante 2019, el precio de suscripción promedio (*Average Sales Price -ASP* por sus siglas en inglés) por mes de Netflix en los Estados Unidos fue de \$12,62<sup>24</sup>.

Según el comportamiento histórico analizado, es probable que Netflix realice uno o dos aumentos de precios en los próximos cinco años. Por lo tanto, parece razonable esperar que los precios suban un 22% para dicho periodo. De esta forma, considerando el ASP del segmento nacional de \$12,62, el precio anualizado alcanzaría los \$184,8 para 2024.

**Figura 23:** Evolución de Precios Anuales - Segmento Nacional



Fuente: Elaboración propia

El cuadro a continuación muestra cómo se verían los ingresos proyectados de Netflix del segmento nacional según lo comentado:

<sup>24</sup> Valor calculado a partir de la división de los ingresos de 2019 entre las membresías pagadas al final del año, por segmento, según información publicada en el 10K de la Compañía.

**Figura 24:** Ingresos Proyectados - Segmento Nacional

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Suscriptores [M]	62.747	63.946	65.018	65.961	66.864
Precio [USD]	157	164	170	177	184
<b>Ingresos [MM USD]</b>	<b>9.881</b>	<b>10.473</b>	<b>11.074</b>	<b>11.684</b>	<b>12.318</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Se estima que los ingresos por streaming nacional crecerán un 13% a \$10,4 mil millones en 2021 y a \$12,3 mil millones en 2024, impactado principalmente por la desaceleración en las adiciones a la base de suscriptores, junto con un aumento de tarifas acumulado para los próximos cinco años del 22%, a un 4% anual. Para la proyección de aumento en los suscriptores se tomaron las adiciones netas proyectadas por el analista Michael Nathanson en la Sección 6.1 y se sumaron a la base de suscriptores pagos del final de 2019, lo que representa un crecimiento en la cartera de membresías de 10% en 5 años.

### 5.1.2. Segmento Internacional

#### Suscriptores

De acuerdo con Andrew Tseng en su artículo: “*Where Will Netflix Be in 10 Years?*” en 10 años Netflix podría tener 500 millones de suscriptores globales, lo que sería un aumento anual promedio de aproximadamente el 11% de los 183 millones de suscriptores que tenía en el final de marzo 2020. En la actualidad, hay alrededor de 1.700 millones de hogares en todo el mundo fuera de China. Con una tasa de crecimiento poblacional anual conservadora del 0,9%, debería estar más cerca de 1.900 millones en 10 años. Si el 60% de esos hogares tiene banda ancha u otro acceso a Internet de alta velocidad para

entonces, serían más de 1.100 millones de hogares que teóricamente podrían suscribirse a Netflix.<sup>25</sup>

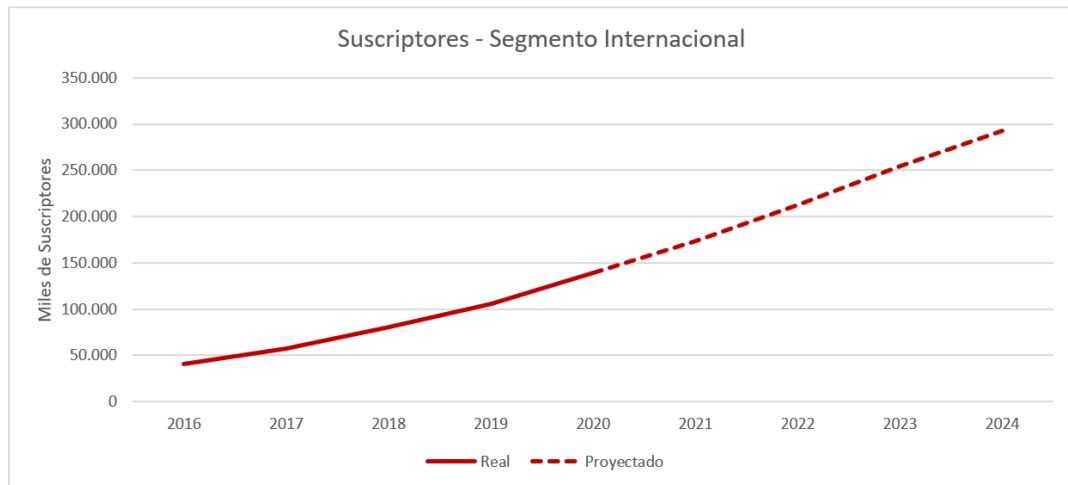
Parece probable que el crecimiento internacional se mantenga, pero eventualmente alcanzará un punto de saturación del mercado como en Estados Unidos, lo cual, dada la incursión en nuevos mercados y la ventaja sobre los competidores en el ámbito internacional, no se considera probable que ocurra dentro del periodo proyectado en este estudio.

Cabe resaltar que la pandemia mundial causada por el COVID 19, impulsó y aceleró la venta del servicio de streaming internacional durante el segundo trimestre de 2020, al ser una forma de entretenimiento a la cual recurrir en confinamiento. Al 30 de junio de 2020, la Compañía presenta 5.242 millones de adiciones netas de suscriptores en la región de Estados Unidos y Canadá (UCAN), lo cual posiblemente sea el *peak* del año y con lo cual se proyecta que logre mantener el 31% de crecimiento de suscriptores que presentó para 2019.

---

<sup>25</sup> Where Will Netflix Be in 10 Years? Andrew Tseng, Mayo 2020  
<https://www.fool.com/investing/2020/05/14/where-will-netflix-be-in-10-years.aspx>

**Figura 25:** Evolución de Suscriptores - Segmento Internacional



**Fuente:** Elaboración propia

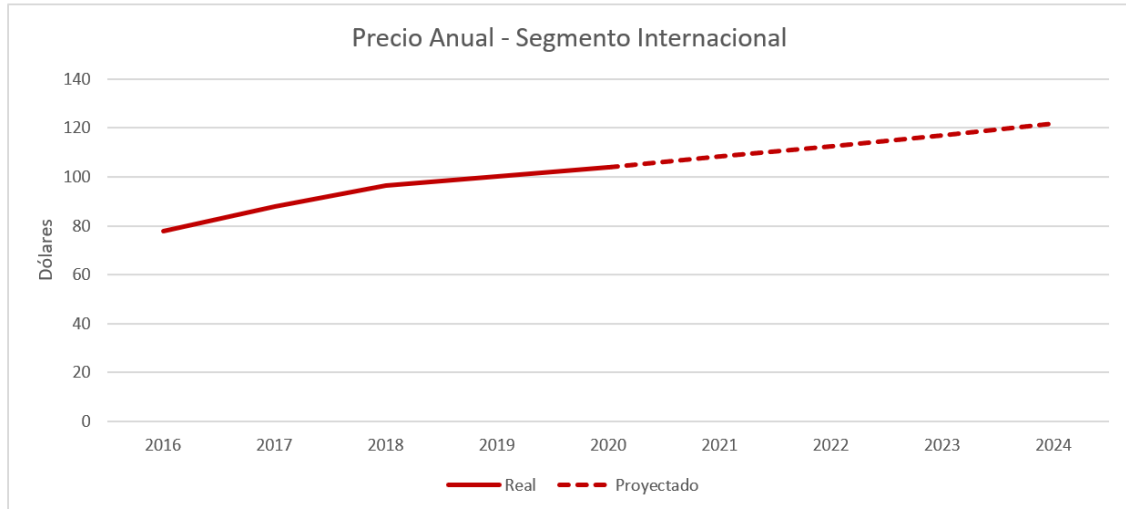
## Precios

En el análisis de precios realizado en la Sección 4.2, se identificó que el ASP del segmento internacional es menor que el del segmento nacional y casi no ha sufrido ajustes. Esto tiene sentido dada la incursión en nuevos mercados y la estrategia de “trial” a precio accesible que ha manejado la Compañía.

Según el comportamiento histórico analizado, parece razonable esperar que los precios aumenten un 22% en los próximos cinco años, a razón de un 4% anual. De esta forma, considerando el ASP internacional de \$8,34<sup>26</sup>, el precio anual aumentaría a \$122 durante los próximos cinco años.

<sup>26</sup> Valor calculado a partir de la división de los ingresos de 2019 entre las membresías pagadas al final del año, por segmento, según información publicada en el 10K de la Compañía.

**Figura 26:** Evolución de Precios Anuales - Segmento Internacional



**Fuente:** Elaboración propia

El cuadro a continuación muestra cómo se verían los ingresos proyectados de Netflix del segmento internacional según lo comentado:

**Figura 27:** Ingresos Proyectados - Segmento Internacional

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Suscriptores [M]	139.229	174.037	212.325	254.790	293.008
Precio [USD]	104	108	113	117	122
<b>Ingresos [MM USD]</b>	<b>14.496</b>	<b>18.844</b>	<b>23.910</b>	<b>29.839</b>	<b>35.688</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Se estima que los ingresos por streaming internacional crecerán un 78% a \$18,8 mil millones para 2021 y a \$35,6 mil millones para 2024. Este crecimiento se sustenta en un aumento del 176% en la base de suscriptores a 5 años, liderado por una penetración más profunda en mercados relativamente sin explotar y considerando un aumento acumulado del 22% en la tarifa por suscriptor en el periodo evaluado.

Se espera que la participación de los ingresos por streaming internacional sobre los ingresos totales aumente del 53% que representaba en 2019, al 74% en 2024; sin embargo, se estima que el porcentaje de crecimiento anual se reduzca progresivamente de un 25% en 2021 a un 15% en 2024.

A continuación, se presenta porcentualmente la participación proyectada de cada segmento sobre los ingresos:

**Figura 28:** Participación Proyectada de los Segmentos

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Streaming Nacional	40%	36%	32%	28%	26%
Streaming Internacional	59%	64%	68%	72%	74%
DVD Nacional	1%	1%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Fuente:** Elaboración propia

### 5.1.3. Segmento DVD nacional

Este segmento viene disminuyendo su base de suscriptores a un ritmo promedio de 19% anual. Para el presente análisis se consideró que este ritmo de reducción se acelerará en los próximos años producto de la desaparición progresiva del soporte a la tecnología DVD, el aumento del acceso a internet y la transformación digital que permitirá mejorar el performance del streaming en diversos dispositivos. Por ende, el supuesto considerado para este segmento es que la disminución de la base de suscriptores se duplicará en los próximos años a un 36% en 2021 y 73% en 2022 hasta su desaparición por completo en el año 2024.

## **5.2. Costos Operacionales Proyectados**

### **5.2.1. Costos Operacionales**

Netflix gastó \$14,6 mil millones en efectivo en transmisión de contenido en 2019. Es posible que la inversión se desacelere un poco durante 2020 dado el contexto de pandemia que paralizó las producciones por algunas semanas; sin embargo, Netflix se encuentra enfocando su estrategia de crecimiento en el desarrollo de contenido para la retención de clientes actuales y captación de clientes nuevos, por lo que no se proyecta una baja en este concepto.

#### **Segmento Nacional**

Basados en el comportamiento de los últimos tres años, el Costo de los servicios ha representado en promedio el 53% de los ingresos, por lo que se mantuvo consistente este porcentaje como supuesto para los próximos 5 años proyectados.

#### **Segmento Internacional**

La Compañía se encuentra invirtiendo en contenido/producción extranjera como parte de su estrategia de generación de contenido global para ofrecer e incursionar en nuevos mercados; sin embargo, también se espera que logre generar economías de escala.

En la tendencia histórica analizada, se observa una disminución en la proporción que representan los costos del servicio internacional sobre los ingresos.



**Figura 29:** Costos de Servicio Históricos en Relación a los Ingresos, por Segmento

<b>Ítem</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Streaming Nacional	58%	54%	53%	53%
Streaming Internacional	95%	82%	74%	70%
DVD Nacional	48%	43%	42%	41%
<b>Total</b>	<b>71%</b>	<b>66%</b>	<b>63%</b>	<b>62%</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Por esta razón, se utilizó la disminución observada en 2019 (4%) para aplicarla anualmente a los costos del Segmento Internacional proyectado entre los años 2020 y 2022, año en el que se estima se logre estabilizar en torno al 58% de los ingresos.

#### **Segmento DVD nacional**

Los costos de este segmento han representado en promedio durante los últimos 4 años un 44% de los ingresos. Dada la ligera tendencia a la baja observada, se mantuvo el 41% de los ingresos que representó para 2019 en los próximos 5 años.

La figura a continuación muestra cómo se verían los costos del servicio de Netflix, por segmento, según lo comentado:

**Figura 30:** Proyección de los Costos de Servicio por Segmento

<b>Ítem</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Streaming Nacional [MM USD]	5.203	5.515	5.832	6.153	6.487
Streaming Internacional [MM USD]	9.592	11.716	13.909	17.358	20.760
DVD Nacional [MM USD]	109	70	21	6	0
<b>Total [MM USD]</b>	<b>14.904</b>	<b>17.301</b>	<b>19.761</b>	<b>23.517</b>	<b>27.247</b>

**Fuente:** Elaboración propia

## 5.2.2. Gastos Operacionales

Los gastos de marketing se pronostican estables dada la inversión constante que debe hacer Netflix en este concepto para atraer nuevos suscriptores y retener su cartera a través de la publicidad de sus producciones y contenido.

Para el primer semestre del año 2020 se produjo una baja inusual en el gasto de marketing en comparación con años previos, debido a una disminución en los gastos de publicidad. Esto posiblemente por el aumento en la demanda del servicio que produjo por sí solo el confinamiento asociado a la pandemia. Por esta razón se proyecta este gasto para 2020 en un 2% menos que el año 2019. De 2021 a 2024 se estima que se mantengan estables y con la misma proporción que presentaron para el año 2019: un 12% sobre los ingresos para el Segmento Nacional y un 15% para el Segmento Internacional.

**Figura 31:** Proyección de los Gastos de Marketing por Segmento

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Streaming Nacional [MM USD]	939	1.204	1.274	1.344	1.417
Streaming Internacional [MM USD]	1.880	2.821	3.580	4.467	5.343
DVD Nacional [MM USD]	0	0	0	0	0
<b>Total [MM USD]</b>	<b>2.819</b>	<b>4.026</b>	<b>4.853</b>	<b>5.811</b>	<b>6.760</b>

Fuente: Elaboración propia

Los gastos de Tecnología y Desarrollo, al igual que los gastos Generales y Administrativos se mantuvieron en el promedio histórico en el 8% y 5% de los ingresos, respectivamente; por lo que se consideraron como relaciones estables para el periodo proyectado entre 2020 y 2024.

**Figura 32:** Proyección de los Gastos de Tecnología y Generales

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Tecnología y Desarrollo [MM USD]	2.048	2.450	2.911	3.452	3.989
Gastos Generales y Administrativos [MM USD]	1.200	1.436	1.707	2.024	2.339

Fuente: Elaboración propia

### 5.3. Resultado No Operacional Proyectado

#### 5.3.1. Gastos de Interés

El primer concepto relacionado al resultado no operacional es el gasto de interés. En términos históricos este ítem se encuentra íntegramente compuesto por el pago de intereses asociados a los bonos emitidos por la Compañía.

Para el período comprendido entre 2016 y el primer semestre del año 2020 este gasto representó un 2,53% promedio en relación a los ingresos, alcanzado mínimos de 1,7% y máximos de 3,1%. Dada la baja variabilidad de la relación gastos financieros/ingresos para el período en estudio, se espera que para el quinquenio 2020 - 2024 este gasto se mantenga en torno a su valor promedio de 2,53%. Así, el gasto proyectado es el siguiente:

**Figura 33:** Proyección de los Gastos de Interés

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Gastos de Interés [MM USD]	624	747	888	1.053	1.217

Fuente: Elaboración propia

### 5.3.2. Otros Ingresos (Gastos)

El segundo concepto relacionado al resultado no operacional son los Otros Ingresos (Gastos). En términos históricos este ítem se encuentra compuesto por ganancias y pérdidas cambiarias sobre saldos mantenidos en monedas extranjeras y a intereses devengados por equivalentes de efectivo.

Para el período comprendido entre 2016 y el primer semestre del año 2020 este ítem representó un -0,18% promedio en relación a los ingresos, alcanzado máximos de 0,42% y mínimos de -0,95%. Dada la baja variabilidad de la relación gastos financieros/ingresos para el período en estudio, se espera que para el quinquenio 2020 - 2024 este gasto se mantenga en torno a su valor promedio de -0,18%. Con lo anterior, el gasto proyectado es el siguiente:

**Figura 34:** Proyección de los Otros Ingresos (Gastos)

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Otros Ingresos (Gastos) [MM USD]	-44	-53	-63	-75	-86

Fuente: Elaboración propia

### 5.4. Impuesto Corporativo Proyectado

El objetivo de este apartado es establecer la tasa de impuesto corporativo a la cual estará sujeta la Compañía para el período 2020 - 2024. Dado que no se visualizan cambios en esta tasa para el corto o mediano plazo, se considerará un 21%.

Luego, al considerar una tasa del 21%, la estimación de gasto asociado a impuestos se presenta en la siguiente figura:

**Figura 35:** Proyección del Pago de Impuestos

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Impuestos [MM USD]	630	729	1.019	1.177	1.337

Fuente: Elaboración propia

## 5.5. Estado de Resultados Proyectado

### 5.5.1. Supuestos Utilizados

Los supuestos utilizados son los siguientes:

- Ingresos Streaming Nacional: Disminución en la tasa de crecimiento de nuevos suscriptores considerando una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR, por sus siglas en inglés) de 1,8% para el período 2020 - 2024. Disminución en la tasa de crecimiento de los precios promedio considerando un 4% para el quinquenio proyectado.
- Ingresos Streaming Internacional: Disminución en la tasa de crecimiento de nuevos suscriptores considerando un CAGR de 22,5% para el período 2020 - 2024. Disminución en la tasa de crecimiento de los precios promedio considerando un 4% anual para el quinquenio proyectado.
- Ingresos DVD Nacional: Disminución sostenida de los ingresos asociados a este segmento llegando a 0 en el año 2024.
- Costos Operacionales Streaming Nacional: el costo de los servicios ha representado en promedio el 53% de los ingresos, por lo que se mantuvo consistente este porcentaje como supuesto para los próximos 5 años proyectados.
- Costos Operacionales Streaming Internacional: se utilizó la disminución observada en 2019 (4%) para aplicarla anualmente a los costos proyectados

entre los años 2020 y 2022, año en el que se estima se logre estabilizar en torno al 58% de los ingresos.

- **Gastos de Marketing:** Se considera una reversión a la media del indicador Gastos de Marketing/Ingresos de 12% para el segmento nacional y 15% para el segmento internacional, obteniendo cifras consolidadas de 11% para el año 2020 (dado el efecto del primer semestre) y 14% para el período 2021 - 2024.
- **Otros Gastos Operacionales:** Los gastos de tecnología y desarrollo, al igual que los gastos generales y administrativos se mantuvieron en el promedio histórico del 8% y 5% de los ingresos, respectivamente.
- **Gastos de Interés:** Se considera el gasto promedio de 2,53% según el análisis histórico.
- **Otros Ingresos (Gastos):** Se considera el ingreso promedio de -0,18% según el análisis histórico.
- **Tasa de Impuestos:** Se estima que este valor permanezca fijo en un 21%

### **5.5.2. Proyección en Millones de Dólares**

A continuación, se presenta el estado de resultados proyecto para el quinquenio 2020 a 2024:

**Figura 36:** Estado de Resultados Projectado

	Millones de Dólares				
	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ingresos</b>	<b>24.639</b>	<b>29.486</b>	<b>35.033</b>	<b>41.537</b>	<b>48.006</b>
Costo de los ingresos	14.904	17.301	19.761	23.517	27.247
<b>Margen Bruto</b>	<b>9.735</b>	<b>12.185</b>	<b>15.272</b>	<b>18.020</b>	<b>20.759</b>
Marketing	2.819	4.026	4.853	5.811	6.760
Tecnología y Desarrollo	2.048	2.450	2.911	3.452	3.989
General y Administrativo	1.200	1.436	1.707	2.024	2.339
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>3.668</b>	<b>4.272</b>	<b>5.801</b>	<b>6.734</b>	<b>7.671</b>
Gasto de Interés	-624	-747	-888	-1.053	-1.217
Intereses y Otros ingresos	-44	-53	-63	-75	-86
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>2.999</b>	<b>3.472</b>	<b>4.850</b>	<b>5.606</b>	<b>6.368</b>
Provisión (Beneficio) por Impuesto a la Renta	630	729	1.019	1.177	1.337
<b>Resultado Neto</b>	<b>2.369</b>	<b>2.743</b>	<b>3.832</b>	<b>4.429</b>	<b>5.031</b>
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>3.668</b>	<b>4.272</b>	<b>5.801</b>	<b>6.734</b>	<b>7.671</b>
Depreciación y Amortización	132	159	184	219	254
Gasto de Opciones Sobre Acciones	435	523	607	722	837
Amortización de Activos de Contenido	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918
<b>EBITDA **</b>	<b>15.678</b>	<b>18.237</b>	<b>21.763</b>	<b>25.730</b>	<b>29.680</b>

Fuente: Elaboración propia

En la figura es posible observar un CAGR en las ventas de 19% para el período 2020 a 2024, menor al 32% del período 2016 a 2019 pues se proyecta que la tasa de crecimiento de los precios promedio comience a disminuir y disminuya la velocidad de crecimiento de los suscriptores debido a la saturación en los mercados nacional e internacional.

### 5.6. Estado de Resultados Projectado en Porcentaje

Para concluir este apartado se presenta el estado de resultados proyectado en término porcentuales como función de los ingresos:

**Figura 37:** Estado de Resultados Proyectado en Porcentaje

	Item/Ingresos				
	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ingresos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Costo de los ingresos	60%	59%	56%	57%	57%
<b>Margen Bruto</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>	<b>44%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>
Marketing	11%	14%	14%	14%	14%
Tecnología y Desarrollo	8%	8%	8%	8%	8%
General y Administrativo	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Gasto de Interés	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Intereses y Otros ingresos	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>
Provisión (Beneficio) por Impuesto a la Renta	3%	2%	3%	3%	3%
<b>Resultado Neto</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>

<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Depreciación y Amortización	1%	1%	1%	1%	1%
Gasto de Opciones Sobre Acciones	2%	2%	2%	2%	2%
Amortización de Activos de Contenido	46%	45%	43%	43%	44%
<b>EBITDA **</b>	<b>64%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>

Fuente: Elaboración propia

Dentro de las cosas a destacar de la figura previa se encuentra la disminución porcentual del costo de los ingresos, debido a las economías de escala que se espera sigan ocurriendo en los mercados internacionales. Este efecto permite un alza del margen bruto desde un 40% en el año 2020 hasta un 43% en el año 2024.

En relación a los Gastos de Administración y Ventas (GAV) se observa que para el año 2020 existe una disminución en términos relativos del gasto de marketing producto de los menores desembolsos realizados en Q2, sin embargo, se espera esto sea una situación anómala y que la relación se estabilice en torno a 14% desde el año 2021.



Respecto al resultado operacional se observa un alza desde un 13% en el año 2019 hasta llegar a un 16% en el año 2024. Por su parte, el resultado neto presenta un alza desde un 9% en 2019 a un 10% en 2024 mientras que la relación EBITDA/Ingresos aumenta desde un 61% en 2019 hasta un 62% en 2024.

## **6. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE**

### **6.1. Depreciación, Amortización y Gasto de Opciones Sobre Acciones**

Para proyectar la amortización de activos de contenido se considera la relación histórica existente entre esta amortización y los costos de la venta declarados en los Estados de Resultados. Se opta por utilizar como driver los costos por sobre los ingresos dado que se asume que en el período discreto de proyección habrá economías de escala.

Al analizar este ratio se observa que el promedio de los últimos 4 años (2016 a 2019) es de un 76,8% con una desviación estándar de 2,5%. Dado que la dispersión es baja, se considera el ratio promedio histórico para realizar la proyección en el período 2020–S2 a 2024.

Para proyectar la depreciación y amortización de propiedades, equipos e intangibles se utiliza una metodología similar a la utilizada en amortizaciones de contenido. Se observa la relación histórica entre el gasto imputado a este concepto y su relación con los costos y gastos operacionales presentados en los Estados de Resultados. Al igual que en el apartado anterior, se utilizan como driver los costos dado el supuesto de economías de escala. Al analizar este ratio se observa que el promedio de los últimos 4 años (2016 a 2019) es de un 0,63% con una desviación estándar de 0,04%. Dado que la dispersión es baja se considera el ratio promedio histórico para realizar la proyección en el período 2020 – S2 a 2024.

En relación al gasto de opciones sobre acciones se utiliza una metodología similar a los conceptos anteriores. Se observa la relación histórica entre el gasto imputado a este

concepto y su relación con los costos y gastos operacionales presentados en los Estados de Resultados. Al analizar este ratio se observa que el promedio de los últimos 4 años (2016 a 2019) es de un 2,1% con una desviación estándar de 0,25%, dado que la dispersión es baja se considera el ratio promedio histórico para realizar la proyección en el período 2020 – S2 a 2024.

Los valores proyectados para los conceptos anteriormente descritos se presentan a continuación:

**Figura 38:** Proyección de Depreciación, Amortización y Gastos de Opciones Sobre Acciones

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Amortización de Activos de Contenido [MM USD]	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918
Depreciación y Amortización de PPE [MM USD]	132	159	184	219	254
Gasto de Opciones Sobre Acciones [MM USD]	435	523	607	722	837

**Fuente:** Elaboración propia

## 6.2. Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones

### 6.2.1. Inversión en Contenido

Respecto a la inversión en Contenidos, se debe notar que es una partida que participa tanto en los activos como en los pasivos. En activos se considera el valor de los contenidos y su correspondiente amortización mientras que se reconocen como pasivos aquellos montos de dinero que aún no han sido desembolsados pero que financian la adquisición de estos activos; cabe señalar que estas obligaciones no devengan intereses.

El primer input a considerar es la relación Ingresos/Activos por contenido. Esta relación será utilizada para definir el nivel de contenidos necesarios para sostener los crecimientos de ingresos proyectados.

**Figura 39:** Relación Ingresos/Activos por Contenido Histórica

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activos por Contenido [MM USD]	11.001	14.682	20.102	24.505
Ingresos [MM USD]	8.831	11.693	15.794	20.156
Ingresos/Activos por Contenido	80%	80%	79%	82%

**Fuente:** Elaboración propia

Cómo es posible observar en la figura anterior, la relación Ingresos/Activos por Contenido es estable para el período en análisis, con un promedio de 80,2%, lo que implica que por cada dólar que se posee como stock en activos por contenido se genera un flujo anual de 0,8 dólares. Para el período proyectado se utilizará esta misma relación (80,2%), con lo que se obtienen las siguientes cifras proyectadas:

**Figura 40** Proyección de Activos por Contenido

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Activos por Contenido [MM USD]	30.824	36.888	43.827	51.964	60.056
Ingresos [MM USD]	24.639	29.486	35.033	41.537	48.006
Ingresos/Activos por Contenido	80%	80%	80%	80%	80%

**Fuente:** Elaboración propia

Luego de definir el nivel de activos necesarios para generar los ingresos proyectados, se procede al análisis de la contrapartida de pasivos, la cual ha mantenido el siguiente comportamiento histórico:

**Figura 41: Pasivos por Contenido Históricos**

Ítem	2016	2017	2018	2019
Pasivos por Contenido [MM USD]	6.527	7.503	8.441	7.748
Activos por Contenido [MM USD]	11.001	14.682	20.102	24.505
Pasivos/Activos	59%	51%	42%	32%

**Fuente:** Elaboración propia

Como se observa en la figura, los pasivos representan una importante cifra de los activos por contenido. Dada la tendencia a la baja del indicador, para la proyección se utilizará el valor más bajo de los 4 años en estudio, es decir, un 32%. Considerando la cifra anteriormente mencionada y los activos proyectados expuestos en la figura 64, se tiene que los pasivos por contenido proyectados son los siguientes:

**Figura 42: Pasivos por Contenido Proyectados**

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Pasivos por Contenido [MM USD]	9.746	11.663	13.857	16.430	18.989
Activos por Contenido [MM USD]	30.824	36.888	43.827	51.964	60.056
Pasivos/Activos	32%	32%	32%	32%	32%

**Fuente:** Elaboración propia

Finalmente, con la información anterior se procede a estimar la inversión en reposición y nuevas inversiones relacionadas a contenido. El primer paso será determinar las adiciones brutas del período; esto se construye considerando el cambio en el stock de activos en contenido, más la amortización del período. Dado que este número siempre es positivo, se asume que la inversión en reposición será igual a la amortización del período. Luego, si no existiesen los pasivos por contenido, las inversiones en nuevo contenido serían iguales a las adiciones brutas menos la amortización del período, pero dado que una parte de este aumento en el stock es financiada vía pasivos no financieros se debe considerar el crédito que se produce como diferencial entre los niveles de

pasivos por contenido, lo que representaría las adiciones netas. Estos cálculos se presentan a continuación:

**Figura 43: Proyección de Adiciones en Contenido**

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Activos por Contenido [MM USD]	30.824	36.888	43.827	51.964	60.056
Cambio en Activos por Contenido [MM USD]	6.320	6.063	6.940	8.136	8.092
Amortizaciones de Contenido [MM USD]	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918
<b>Adiciones Brutas [MM USD]</b>	<b>17.762</b>	<b>19.345</b>	<b>22.111</b>	<b>26.191</b>	<b>29.010</b>
Pasivos Por Contenido [MM USD]	9.746	11.663	13.857	16.430	18.989
Cambio en pasivos por Contenido [MM USD]	1.998	1.917	2.194	2.573	2.559
Amortizaciones de Contenido [MM USD]	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918
<b>Adiciones Netas [MM USD]</b>	<b>4.322</b>	<b>4.146</b>	<b>4.746</b>	<b>5.564</b>	<b>5.534</b>

Fuente: Elaboración propia

De esta forma, las nuevas inversiones necesarias para alcanzar los ingresos proyectados serán igual a las adiciones netas consideraras en la figura anterior y las reposiciones lo reflejado como amortización en cada periodo.

### 6.2.2. Inversiones en Propiedades y Equipos

Respecto a las inversiones de reposición y nuevas inversiones relacionadas a Propiedades y Equipos, se observa la relación histórica entre el stock presente en el balance y la suma de costos y gastos presentados en el balance, obteniendo la siguiente relación:

**Figura 44: Propiedades y Equipos Históricos**

Ítem	2016	2017	2018	2019
Propiedades y Equipos [MM USD]	250	319	418	565
Costos y Gastos Operativos [MM USD]	8.451	10.854	14.189	17.552
Propiedades y Equipos/Costos y Gastos Operativos	3,0%	2,9%	2,9%	3,2%

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la figura anterior, la relación stock de Propiedades y equipos/Costos y Gastos operativos es relativamente constante en torno a 3%; por lo tanto, se utilizará el promedio histórico (3%) para realizar la proyección del stock necesario en función de los costos y gastos proyectados, obteniendo las siguientes cifras:

**Figura 45: Propiedades y Equipos Proyectados**

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Propiedades y Equipos [MM USD]	633	761	882	1.051	1.217
Costos y Gastos Operativos [MM USD]	20.971	25.213	29.232	34.803	40.335
Propiedades y Equipos/Costos y Gastos Operativos	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

**Fuente:** Elaboración propia

Finalmente, se realizan las siguientes proyecciones para el período 2020 a 2024:

**Figura 46 Proyección de Inversiones Brutas y Netas en Propiedades y Equipos**

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Propiedades y Equipos [MM USD]	633	761	882	1.051	1.217
Cambio en Propiedades y Equipos [MM USD]	68	128	121	168	167
Depreciación [MM USD]	132	159	184	219	254
<b>Adiciones Brutas [MM USD]</b>	<b>200</b>	<b>287</b>	<b>305</b>	<b>387</b>	<b>421</b>
Depreciación [MM USD]	132	159	184	219	254
<b>Adiciones Netas [MM USD]</b>	<b>68</b>	<b>128</b>	<b>121</b>	<b>168</b>	<b>167</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Donde la inversión en reposición es igual a la depreciación y la inversión en nuevos activos es igual a nuevas adiciones.

### **6.3. Inversión (Liberación) de Capital de Trabajo**

Para estimar las inversiones (liberaciones) de Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) se utilizan las siguientes partidas del balance: Efectivo y equivalentes de efectivo, Otros activos corrientes, Cuentas por pagar e Ingreso diferidos.

Luego de determinar el CTON histórico, se procede a estimar la Razón de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON) en función de los ingresos históricos en la Compañía, tal como se presenta en la figura a continuación:

**Figura 47: Capital de Trabajo Histórico**

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activos Corrientes Operativos [MM USD]	1.994	3.359	4.543	6.179
Efectivo y Equivalentes [MM USD]	1.734	2.823	3.794	5.018
Otros Activos Corrientes [MM USD]	260	536	748	1.160
Pasivos Corrientes Operativos [MM USD]	756	978	1.324	1.599
Cuentas por Pagar [MM USD]	313	360	563	674
Ingreso Diferido [MM USD]	443	619	761	925
Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) [MM USD]	1.238	2.381	3.219	4.579
Ingresos [MM USD]	8.831	11.693	15.794	20.156
RCTON	14%	20%	20%	23%

**Fuente:** Elaboración propia

Es posible observar que la RCTON posee un valor considerablemente menor en el año 2016, por lo que para la proyección se considerará una cifra de 21,2% lo cual es igual al promedio del indicador en el período 2017 a 2019. Considerando este input y los ingresos proyectados, las necesidades de capital de trabajo para el período 2020 a 2024 son las siguientes:

**Figura 48: Capital de Trabajo Proyectado**

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos [MM USD]	24.639	29.486	35.033	41.537	48.006
RCTON	21%	21%	21%	21%	21%
CTON [MM USD]	5.212	6.237	7.411	8.787	10.155
Variación CTON [MM USD]	-633	-1.025	-1.173	-1.376	-1.368

**Fuente:** Elaboración propia



#### **6.4. Valor Terminal**

Respecto al valor terminal, se considera que la empresa posee crecimiento más allá del año 2024. Por ello se utilizará una tasa de crecimiento a perpetuidad de un 4,5%, lo cual es la suma de dos efectos: en primer lugar inflación (3%), pues los flujos y las tasas se han considerado hasta ahora en moneda nominal y un segundo lugar, efecto de crecimiento (1,5%) que busca capturar el crecimiento que no fue reflejado en el período discreto de proyección. Este crecimiento se sustenta en el potencial que aún tiene la empresa principalmente en mercados internacionales donde se supone que puede mantener tasas de crecimiento más allá del año 2024.

Considerando la tasa anteriormente mencionada, se construye un Estado de resultados tipo, ajustando el año 2024 con un crecimiento de 4,5% en los ingresos y manteniendo todos los demás ratios iguales a los utilizados en la proyección del año 2024.

**Figura 49:** Estado de Resultados Base para Perpetuidad

	MM USD	%
<b>Ingresos</b>	<b>50.166</b>	<b>100%</b>
Costo de los ingresos	28.473	57%
<b>Margen Bruto</b>	<b>21.693</b>	<b>43%</b>
Marketing	7.064	14%
Tecnología y Desarrollo	4.169	8%
General y Administrativo	2.444	5%
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>8.016</b>	<b>16%</b>
Gasto de Interés	-1.271	-3%
Intereses y Otros ingresos	-90	0%
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>6.654</b>	<b>13%</b>
Provisión (Beneficio) por Impuesto a la Renta	1.397	3%
<b>Resultado Neto</b>	<b>5.257</b>	<b>10%</b>
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>8.016</b>	<b>16%</b>
Depreciación y Amortización	265	1%
Gasto de Opciones Sobre Acciones	875	2%
Amortización de Activos de Contenido	21.859	44%
<b>EBITDA **</b>	<b>31.016</b>	<b>62%</b>

Fuente: Elaboración propia

Luego de estimar el Estado de resultados que será considerado en la perpetuidad, es necesario estimar las nuevas inversiones en Contenido y Propiedades según la misma metodología mostrada en apartados anteriores donde se obtienen las siguientes cifras:

**Figura 50:** Inversiones por Contenido Base para Perpetuidad

Ítem	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
Activos por Contenido [MM USD]	30.824	36.888	43.827	51.964	60.056	62.759
Cambio en Activos por Contenido [MM USD]	6.320	6.063	6.940	8.136	8.092	2.703
Amortizaciones de Contenido [MM USD]	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918	21.859
<b>Adiciones Brutas [MM USD]</b>	<b>17.762</b>	<b>19.345</b>	<b>22.111</b>	<b>26.191</b>	<b>29.010</b>	<b>24.562</b>
Pasivos Por Contenido [MM USD]	9.746	11.663	13.857	16.430	18.989	19.843
Cambio en pasivos por Contenido [MM USD]	1.998	1.917	2.194	2.573	2.559	854
Amortizaciones de Contenido [MM USD]	11.442	13.282	15.171	18.054	20.918	21.859
<b>Adiciones Netas [MM USD]</b>	<b>4.322</b>	<b>4.146</b>	<b>4.746</b>	<b>5.564</b>	<b>5.534</b>	<b>1.848</b>

Fuente: Elaboración propia

**Figura 51:** Inversiones por Propiedades y Equipos Base para Perpetuidad

<b>Ítem</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Perpetuidad</b>
Propiedades y Equipos [MM USD]	633	761	882	1.051	1.217	1.272
Cambio en Propiedades y Equipos [MM USD]	68	128	121	168	167	55
Depreciación [MM USD]	132	159	184	219	254	265
<b>Adiciones Brutas [MM USD]</b>	<b>200</b>	<b>287</b>	<b>305</b>	<b>387</b>	<b>421</b>	<b>320</b>
Depreciación [MM USD]	132	159	184	219	254	265
<b>Adiciones Netas [MM USD]</b>	<b>68</b>	<b>128</b>	<b>121</b>	<b>168</b>	<b>167</b>	<b>55</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Finalmente, también es necesario estimar los requerimientos de capital de trabajo para el nuevo flujo, los cuales se presentan a continuación:

**Figura 52:** Capital de Trabajo Base para Perpetuidad

<b>Ítem</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Perp.</b>
Ingresos [MM USD]	24.639	29.486	35.033	41.537	48.006	50.166
RCTON	21%	21%	21%	21%	21%	21%
CTON [MM USD]	5.212	6.237	7.411	8.787	10.155	10.612
Variación CTON [MM USD]	-633	-1.025	-1.173	-1.376	-1.368	-457

**Fuente:** Elaboración propia

## **6.5. Proyección de los Flujos de Caja Libre**

Finalmente, al consolidar la información de los apartados anteriores, se obtienen los siguientes flujos de caja libres:

**Figura 53: Flujos de Caja Libre**

Ítem	Millones de Dólares					
	2020 - S2	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
Resultado Neto	1.352	2.743	3.832	4.429	5.031	5.257
Depreciación y Amortización	6.429	13.441	15.355	18.274	21.172	22.125
Gasto de Opciones Sobre Ac	234	523	607	722	837	875
Gastos de Interés	198	590	701	832	961	1.004
Otros Ingresos	-53	42	50	59	68	71
Flujo de Caja Bruto	8.160	17.340	20.545	24.316	28.069	29.333
Inversión en Reposición	6.429	13.441	15.355	18.274	21.172	22.125
Nuevas Inversiones	3.311	4.867	5.732	5.701	1.903	1.988
Δ Capital de Trabajo	1.025	1.173	1.376	1.368	457	478
Flujo de Caja Libre	-2.605	-2.142	-1.918	-1.027	4.537	4.742

**Fuente:** Elaboración propia

Nótese que las nuevas inversiones y la variación de capital de trabajo utilizadas para estimar el flujo de caja libre en la perpetuidad se ajustan según la tasa de crecimiento de 4,5%, obteniendo los valores de USD 1.988 millones y USD 478 millones, respectivamente.

Se observa en la figura anterior que los flujos caja libre hasta el año 2024 son negativos, por lo que es posible concluir que el período de proyección no recoge la capacidad generadora de flujos que la empresa posee.

## 7. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

### 7.1. Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

Para determinar el valor presente de los flujos de caja libre calculados, se descontó la perpetuidad a la tasa WACC de 5,95% menos el crecimiento esperado 4,5% hasta el año 2024 y luego este valor, junto con los flujos del periodo discreto (2020-S2 a 2024), se descontaron a la tasa de costo de capital (WACC) hasta el 30 de junio de 2020, obteniendo un valor presente de USD 248.417 millones.

**Figura 54:** Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

Ítem	Millones de Dólares					
	2020 - S2	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
Resultado Neto	1.352	2.743	3.832	4.429	5.031	5.257
Depreciación y Amortización	6.429	13.441	15.355	18.274	21.172	22.125
Gasto de Opciones Sobre Ac	234	523	607	722	837	875
Gastos de Interés	198	590	701	832	961	1.004
Otros Ingresos	-53	42	50	59	68	71
Flujo de Caja Bruto	8.160	17.340	20.545	24.316	28.069	29.333
Inversión en Reposición	6.429	13.441	15.355	18.274	21.172	22.125
Nuevas Inversiones	3.311	4.867	5.732	5.701	1.903	1.988
Δ Capital de Trabajo	1.025	1.173	1.376	1.368	457	478
Flujo de Caja Libre	-2.605	-2.142	-1.918	-1.027	4.537	4.742
Valor Terminal					326.756	
Valor Presente	-2.530	-1.964	-1.660	-839	255.410	
Valor Presente total	248.417					

Fuente: Elaboración propia

### 7.2. Déficit (Exceso) de Capital de Trabajo

Al valor del flujo de caja determinado en el apartado anterior se debe agregar el exceso de capital de trabajo al 30 de junio 2020, el cual se determina como la diferencia entre el capital de trabajo estimado al 31 de diciembre de 2020 (fecha de cierre) y el capital de trabajo a la fecha de valoración. Para estimar el capital de trabajo al cierre de 2020 se

utilizó el promedio de lo que la RCTON representa en relación a los ingresos para los últimos 3 años (2017-2019) y se multiplicó por los ingresos estimados para el año 2020, obteniendo un exceso de capital de trabajo de USD 465 millones.

**Figura 55:** Exceso de Capital de Trabajo al 30 de Junio 2020

<b>Ítem</b>	<b>MM USD</b>
CTON (30/06/2020)	5.677
CTON (31/12/2020)	5.212
Exceso CTON	465

**Fuente:** Elaboración propia

### **7.3. Activos Prescindibles**

La Compañía no posee activos que puedan ser considerados como prescindibles. Por lo que no hay impactos en la valoración por este efecto.

### **7.4. Deuda Financiera**

Respecto a la deuda financiera de Netflix al 30 de junio del año 2020, se considera el valor de mercado de la deuda de USD 17.129 millones.

### **7.5. Valorización Económica de la Empresa y del Precio de la Acción**

Determinado el valor de los activos al 30 de junio de 2020 como la suma del valor presente de los flujos de caja, el exceso del capital de trabajo (CTON) y los activos prescindibles, se descuenta el valor de la deuda financiera a dicha fecha para obtener el Patrimonio económico de la Compañía.

**Figura 56:** Patrimonio Económico de Netflix

<b>Ítem</b>	<b>[MM USD]</b>
Valor Presente FCL	248.417
Exceso CTON	465
Activos Prescindibles	-
<b>Valor Total de los Activos</b>	<b>248.882</b>
Deuda Financiera	17.129
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>231.753</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Por consiguiente, el precio de la acción es el resultante de dividir este patrimonio entre el número de acciones en circulación como se muestra en la figura a continuación:

**Figura 57:** Precio Estimado de la Acción vs Real

<b>Ítem</b>	<b>30.06.2020</b>
N° de Acciones [M]	440.569
Precio Estimado [USD]	526,0
Precio Real [USD]	455,0
<i>Diferencia</i>	<i>16%</i>

**Fuente:** Elaboración propia

El valor estimado de la acción a través del modelo de flujo de caja descontado al 30 de junio de 2020 es de USD 526 el cual difiere en un 16% con el precio real de mercado a esa fecha. Basado en este resultado, se recomienda comprar las acciones dado que el precio de mercado está por debajo del valor de los activos de la Compañía.

**Figura 58:** Evolución del Precio de la Acción de Netflix



**Fuente:** Elaboración propia con base a precios diarios de Yahoo Finance

Como se observa en la figura anterior, el precio de la acción al 30 de junio de 2020 obtenido mediante el método de flujos de caja descontados es mayor al precio al cual se tranzó en el mercado. No obstante, al observar la tendencia del precio en el trimestre Julio – Septiembre, se observa que la acción ha seguido con su tendencia alcista. Una de las posibles explicaciones a este fenómeno es la interiorización de la nueva información disponible, puntualmente los estados financieros de la Compañía, los cuales fueron utilizados como input en esta valoración pero que el mercado no conocía al cierre de junio.

## 7.6. Análisis de Sensibilidad

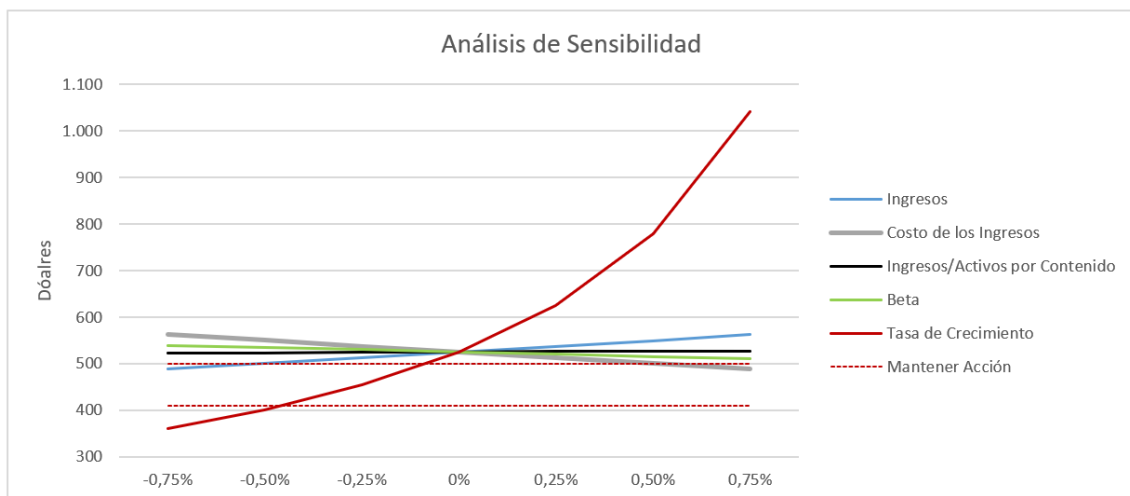
En este apartado se analizará el impacto de cambios en algunas variables críticas que influyen en la determinación del precio de la acción y el impacto que estos cambios originarían en la valoración. Para ello se seleccionan los siguientes parámetros:



Ingresos, Costo de los ingresos, Ingresos/Activos por contenido, Beta desapalancado y Tasa de crecimiento perpetua.

La metodología utilizada es variar en tramos de  $\pm 0,25\%$  cada variable y observar que pendiente posee una mayor inclinación. Los resultados obtenidos se observan en la figura a continuación:

**Figura 59:** Análisis de Sensibilidad



**Fuente:** Elaboración propia

Tal como se observa en la figura anterior, la variable crítica de la valoración por flujos descontados es la tasa de crecimiento a perpetuidad pues pequeños cambios en este parámetro pueden hacer variar la recomendación de mantener esta acción.

El segundo parámetro en importancia son los ingresos, pues ante variaciones de aproximadamente un 1% respecto al escenario base, la decisión puede cambiar desde comprar a mantener.

Adicional al análisis de sensibilidad anteriormente descrito, se desarrollo un análisis bivariado con una magnitud diferente para observar posibles cambios en la recomendación de comprar, mantener o vender la acción.

En primer lugar, se construyen los siguientes escenarios sensibilizando las variables: ingresos (CAGR) y tasa de crecimiento a perpetuidad, obteniendo los siguientes resultados:

**Figura 60:** Análisis de Sensibilidad - Tasa Perpetuidad vs Ingresos (CAGR)

Precio Acción (USD)		Tasa Perpetuidad						
		4,20%	4,30%	4,40%	4,50%	4,60%	4,70%	4,80%
Ingresos (CAGR)	16%	393,0	414,3	438,4	465,7	497,2	533,7	576,5
	17%	409,5	431,7	456,9	485,5	518,3	556,4	601,1
	18%	426,6	449,9	476,1	505,9	540,3	580,1	626,7
	19%	443,7	468,0	495,3	526,5	562,3	603,8	652,5
	20%	462,4	487,7	516,3	548,8	586,1	629,4	680,3
	21%	481,3	507,7	537,5	571,4	610,4	655,5	708,5
	22%	500,8	528,3	559,4	594,8	635,4	682,4	737,7

Vender
Mantener
Comprar

**Fuente:** Elaboración propia

Tal como se observa en la figura 84, cambios en las variables críticas pueden llevar a cambiar la decisión respecto al título en estudio. Por ejemplo, si se considera un CAGR de 16% y una tasa de perpetuidad de un 4,2% la recomendación respecto a esta acción sería vender.

En segundo lugar, se construyen los siguientes escenarios sensibilizando las variables: tasa de descuento y tasa de crecimiento a perpetuidad, obteniendo los siguientes resultados:

**Figura 61:** Análisis de Sensibilidad - Tasa de Descuento vs Tasa de Perpetuidad

Precio Acción (USD)		Tasa Perpetuidad						
		4,20%	4,30%	4,40%	4,50%	4,60%	4,70%	4,80%
Tasa de Descuento	5,80%	493,0	522,9	557,1	596,6	642,7	697,1	762,4
	5,85%	475,6	503,4	535,1	571,5	613,7	663,3	722,3
	5,90%	459,2	485,1	514,6	548,2	587,0	632,3	685,8
	5,95%	443,7	468,0	495,3	526,5	562,3	603,8	652,5
	6,00%	429,1	451,8	477,3	506,2	539,3	577,5	622,0
	6,05%	415,3	436,6	460,4	487,3	517,9	553,1	593,9
	6,10%	402,2	422,2	444,5	469,5	498,0	530,5	568,0
			Vender		Mantener		Comprar	

Tal como se observa en la figura 85, para rangos de la tasa de perpetuidad entre 4,3% y 4,8% junto con rangos de tasa de descuento entre 5,8% y 6,1% no se producen cambios en la recomendación hacia vender, es decir, el precio estimado permanece en un rango relacionado a las recomendaciones de mantener o comprar.

## 8. CONCLUSIONES

A partir de los análisis realizados sobre la estructura y resultados financieros de Netflix en los últimos cuatro años (2016-2019), proyecciones y tendencias de la industria, se realizó una estimación de valoración de los activos de la Compañía mediante flujos de caja descontados que entregó como resultado que sus activos se encuentran subvaluados por el mercado, y que el precio real de la acción es 16% superior al tranzado en el mercado (USD 526 vs USD 455). Esto implica que el mercado debería estar próximo a corregir y reconocer el valor de la Compañía, generando un alza en los precios de la acción. Por ende, al 30 de junio de 2020 resulta pertinente recomendar a los accionistas o potenciales accionistas mantener o comprar acciones de Netflix.

Asimismo, al observar el comportamiento del precio de la acción durante el trimestre julio – septiembre 2020, se confirma que la acción ha seguido con su tendencia alcista, posiblemente por la interiorización de los resultados financieros de la Compañía para el segundo trimestre del año 2020.

Por otro lado, resulta importante comentar que a partir de los resultados obtenidos por la valoración a través del método de flujos de caja descontados se identificó que el período discreto de proyección de 5 años no es suficiente para capturar las oportunidades de crecimiento que aún tiene la Compañía, por lo que en análisis posteriores o complementarios se sugiere utilizar un período discreto de 10 años.

Asimismo, desde el análisis de sensibilidad se concluye que el parámetro más relevante para la valoración por flujos descontados es la tasa de crecimiento a perpetuidad, por lo que es necesario cuestionarse este valor antes de realizar la compra de este activo.

## 9. REFERENCIAS

Fernández Pablo. (2012). Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor (3ra edición). España: Gestión 2000, Capítulo 7.

Maqueira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.

Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

Netflix website: [https://media.netflix.com/es\\_es/about-netflix](https://media.netflix.com/es_es/about-netflix)

La UE obliga a Netflix y HBO a ofrecer un 30% de producción europea en sus catálogos. Publico.es, Octubre 2018. <https://www.publico.es/internacional/servicios-audiovisuales-ue-obliga-netflix-hbo-ofrecer-30-produccion-europea-catalogos.html>

Miembros de la OCDE/G20, Marco BEPS. Diciembre 2019.  
<https://www.oecd.org/tax/beps/inclusive-framework-on-beps-composition.pdf>

What's BEPS?

<https://www.oecd.org/tax/beps/about/#:~:text=The%20Inclusive%20Framework%20on%20BEPS%20allows%20interested%20countries%20and%20jurisdictions,implementati on%20of%20the%20BEPS%20Package.&text=The%20results%20of%20the%20peer%20reviews%20show%20strong%20implementation%20throughout%20the%20world.>

Nuevo Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea. Sara Bertschik.  
<https://www.fn.cl/publicaciones/nuevo-reglamento-general-de-proteccion-de-datos-de-la-union-europea/>

U.S. Department of the Treasury. Resource Center. Daily Treasury Yield Curve Rates.  
<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

Country Default Spreads and Risk Premiums. Enero 2021  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Netflix: El gigante del streaming se enfrenta al riesgo; ¿mercado bajista?. Investing.com, Julio 2019:  
<https://es.investing.com/analysis/netflix-el-gigante-del-streaming-se-enfrenta-al-riesgo-mercado-bajista-200430826>

Media Streaming Evolution Drives Netflix Growth Uncertainty. FitchRatings, Julio 2019: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/media-streaming-evolution-drives-netflix-growth-uncertainty-23-07-2019>

Todos contra Netflix: así va la guerra por el video en streaming. Dinero.com, Octubre 2019: <https://www.dinero.com/tecnologia/articulo/asi-esta-el-mercado-de-plataformas-de-video-en-streaming/278438>

¿Cuántos suscriptores tiene cada servicio de streaming? La Tercera, Mayo 2020: <https://www.latercera.com/culto/2020/05/15/cuantos-suscriptores-tiene-cada-servicio-de-streaming/>

Todos contra Netflix: así va la guerra por el video en streaming. Dinero.com, Octubre 2019: <https://www.dinero.com/tecnologia/articulo/asi-esta-el-mercado-de-plataformas-de-video-en-streaming/278438>

Tendencias en entretenimiento y medios de comunicación: convergencia, conexiones y confianza. PWC, Chile, Julio 2018: <https://www.pwc.com/cl/es/prensa/prensa/2018/Tendencias-en-entretenimiento-y-medios-de-comunicacion-convergencia-conexiones-y-confianza.html>

Perspectivas del sector de Entretenimiento y Medios 2019-2023. PWC, España: <https://www.pwc.es/es/entretenimiento-medios/entertainment-media-outlook-espana-2019.html>

Global Entertainment & Media Outlook 2020-2024. PWC, Mexico: [http://explore.pwc.com/mx\\_gemo2020/wp\\_gemo2020\\_mexico](http://explore.pwc.com/mx_gemo2020/wp_gemo2020_mexico)

El futuro avanza: la industria del entretenimiento y de los medios se reconfigura en medio de la recuperación. Ashley Worley, PwC. Septiembre 2020: <https://www.prnewswire.com/news-releases/el-futuro-avanza-la-industria-del-entretenimiento-y-de-los-medios-se-reconfigura-en-medio-de-la-recuperacion-850515918.html>

El auge de las plataformas de streaming en América Latina, Stéphanie Chevalier Naranjo, Septiembre 2020: <https://es.statista.com/grafico/16339/panorama-de-la-tv-paga-por-internet-en-america-latina/>

Apple lanza suscripciones Apple One, su versión de Prime. Yahoo Finanzas, Septiembre 2020: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/noticias/apple-lanza-suscripciones-apple-one>

Netflix already won the US; now it needs the world. Julia Alexander, Febrero 2020.  
<https://www.theverge.com/2020/2/20/21142065/netflix-streaming-wars-subscriber-growth-disney-international>

Who Are Netflix's Main Competitors? Dan Moskowitz, Mayo 2020.  
<https://www.investopedia.com/articles/markets/051215/who-are-netflixs-main-competitors-nflx.asp>

Netflix Revenues: How Does NFLX Make Money?  
<https://dashboards.trefis.com/data/companies/NFLX/no-login-required/2biWDRn7/Netflix-Revenues-How-Does-NFLX-Make-Money-?fromforbesandarticle=trefis200428>

Netflix Revenues: How Does NFLX Make Money?  
<https://dashboards.trefis.com/data/companies/NFLX/no-login-required/2biWDRn7/Netflix-Revenues-How-Does-NFLX-Make-Money-?fromforbesandarticle=trefis200428>

Netflix Subscriber Growth 2x Expectations; Good News Or Peak? Trefis Team, Abril 2020  
<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2020/04/28/netflix-subscriber-growth-2x-expectations-good-news-or-peak/?sh=52d3bf123ea1>

Where Will Netflix Be in 5 Years? Jeremy Bowman, Abril 2019.  
<https://www.fool.com/investing/2019/04/19/where-will-netflix-be-in-5-years.aspx>

Where Will Netflix Be in 10 Years? Andrew Tseng, Mayo 2020  
<https://www.fool.com/investing/2020/05/14/where-will-netflix-be-in-10-years.aspx>

Netflix just hiked up their prices — here's how much every subscription plan costs now.  
Dave Johnson, Octubre 2020  
<https://www.businessinsider.com/how-much-is-netflix#:~:text=Netflix's%20streaming%20plans%20cost%20%248.99,starts%20at%20%2411.99%20per%20month>