



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

VALORACIÓN DE EMPRESA NETFLIX INC.

Mediante el método de Múltiplos

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO
DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumna: Marilyn M. Machado Molina

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. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	33
4.1. Estado de Situación Financiera.....	33
4.2. Estado de Resultados	36
4.3. Estado de Flujos de Efectivo	41
4.4. Ratios Financieros.....	44
4.4.1. Indicadores de Liquidez.....	44
4.4.2. Indicadores de Endeudamiento.....	45
4.4.3. Indicadores de Rentabilidad	47
4.4.4. Indicadores de Mercado.....	48
5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	50
5.1. Deuda Financiera.....	50
5.2. Patrimonio Económico.....	53
5.3. Valor Económico de la Empresa	54

5.4.	Estructura de Capital Objetivo.....	55
6.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	57
6.1.	Costo de la Deuda	57
6.2.	Beta de la Deuda.....	57
6.3.	Estimación del Beta Patrimonial	58
6.4.	Beta Patrimonial sin Deuda	60
6.5.	Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo	61
6.6.	Costo Patrimonial.....	62
6.7.	Costo de Capital	63
7.	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	65
7.1.	Análisis de las Empresas Comparables	65
7.2.	Múltiplos de la Industria.....	70
7.3.	Valor de la Empresa en Base a los Múltiplos de la Industria.....	71
7.4.	Análisis de los Resultados del Método de Valoración de Múltiplos	72
8.	CONCLUSIONES.....	75
9.	REFERENCIAS.....	76

Índice de Figuras

Figura 1: Resumen Antecedentes de la Compañía.....	16
Figura 2: Participación y Evolución de Segmentos en los Ingresos	18
Figura 3: Participación de Segmentos en el EBITDA	18
Figura 4: Principales Filiales	20
Figura 5: Adiciones de Suscriptores Netas	21
Figura 6: Evolución del Gasto en Contenido	22
Figura 7: Principales Accionistas al 30 de junio 2020	27
Figura 8: Antecedentes de Compañías de la Industria.....	31
Figura 9: Estado de Situación Financiera	33
Figura 10: Estado de Situación Financiera en Porcentajes	34
Figura 11: Estado de Resultados.....	37
Figura 12: Estado de Resultados en Porcentajes	37
Figura 13: Evolución de Precios Promedios por Segmento	38
Figura 14: Evolución de Número de Suscriptores por Segmento	39
Figura 15: Evolución del Resultado Neto, Operacional y EBITDA.....	41
Figura 16: Estado de Flujos de Efectivo.....	42
Figura 17: Indicadores de Liquidez	44
Figura 18: Indicadores de Endeudamiento.....	45
Figura 19: Indicadores de Rentabilidad.....	47
Figura 20: Indicadores de Mercado.....	48
Figura 21: Deuda Financiera.....	50
Figura 22: Bonos a Valor Libro	51
Figura 23: Resumen de Bonos Vigentes (Parte I)	52
Figura 24: Resumen de Bonos Vigentes (Parte II)	52
Figura 25: Bonos a Valor de Mercado.....	53
Figura 26: Estructura Accionaria	54
Figura 27: Patrimonio Económico	54
Figura 28: Valor Económico de la Empresa	55
Figura 29: Estructura de Capital Histórica.....	55
Figura 30: Estructura de Capital Objetivo	56

Figura 31: Evolución YTM NFLX 4.875 15-Jun-2030	57
Figura 32: Resumen Estimación Beta de Netflix	59
Figura 33: Crecimiento de las Empresas de la Industria de Entretenimiento.....	66
Figura 34: Comparación de Variables en Compañías de la Industria.....	68
Figura 35: Múltiplos de Comparables de la Industria	70
Figura 36: Promedio y Mediana de los Múltiplos Comparables.....	71
Figura 37: Indicadores Financieros de Netflix	71
Figura 38: Precio de la Acción Valorizada por Múltiplos.....	72
Figura 39: Estadísticas Sobre el Precio de la Acción	72
Figura 40: Desviaciones del Precio por Acción	73
Figura 41: Matriz de Valoración EV/EBITDA al 30 de Junio 2020	74

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. Respecto a los costos de los ingresos como porcentaje de las ventas, la relación viene presentando eficiencias al pasar de representar 71% en 2016 a 62% en 2019.

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%). Desde el año 2016 la Compañía posee un flujo operacional negativo, por lo que hace suponer que esta partida pertenece al capital de trabajo.

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 la valoración por múltiplos, se utilizaron 4 compañías como comparables: Amazon, AT&T, Walt Disney y Apple. Al valorar al 30 de junio bajo el múltiplo EV/EBITDA el cual es el múltiplo comúnmente utilizado como referencia para valorar empresas de la industria del ocio o entretenimiento, se obtiene un precio de USD 503,7, el cual es un 11% superior al precio que tranzó ese día la acción en NASDAQ. Este resultado confirma que la acción se encuentra subvalorada por el mercado, por lo que 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.¹ 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 comparables². 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.

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

² 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.⁴

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

⁴ 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.⁵

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.

⁵ 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:⁶

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

⁶ 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

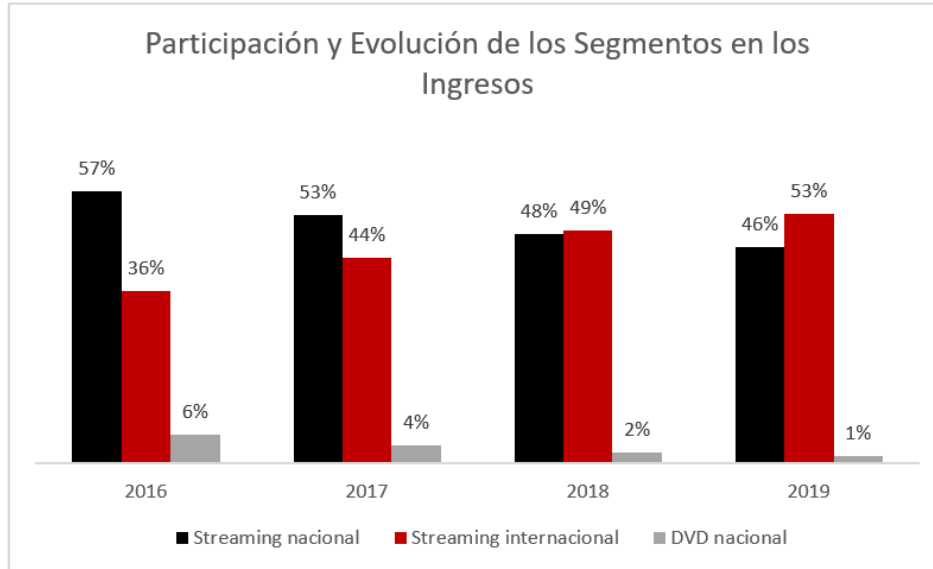
Los servicios de Netflix están enfocados al entretenimiento a través de la visualización ilimitada de tarifa plana sin comerciales de películas y series de televisión, a diferencia de otras compañías en el mercado que ofrecen contenido pago por visión (*pay per view*) o gratuito con publicidad. No mantienen 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:

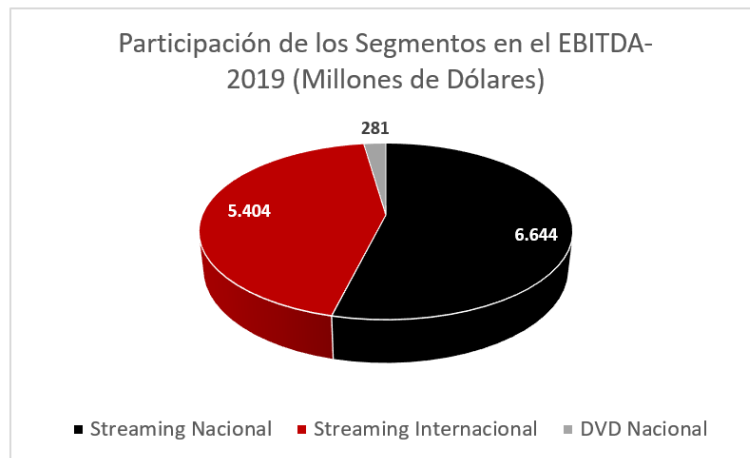
- **Streaming Doméstico:** obtiene ingresos de las tarifas de membresía mensuales por servicios relacionados con la transmisión de contenido a los miembros en los Estados Unidos.
- **Streaming Internacional:** obtiene ingresos de las tarifas de membresía mensuales por servicios relacionados con la transmisión 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 EBITDA⁷



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

⁷ 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

Nombre Legal	Jurisdicción	% Propiedad
Netflix Entretenimiento Brasil LTDA	Brazil	100%
Netflix International B.V.	The Netherlands	100%
Netflix Studios, LLC	United States	100%
Netflix Global, LLC	United States	100%

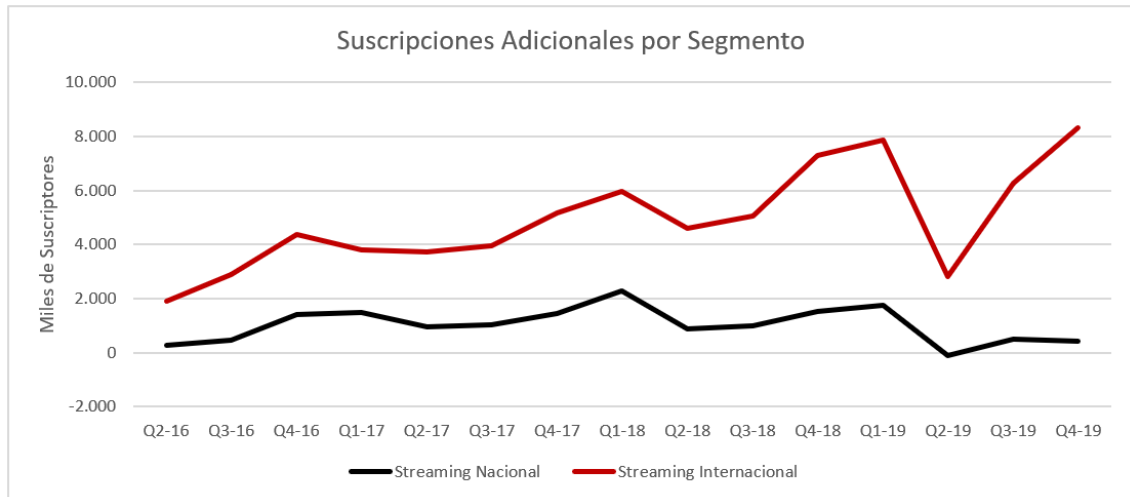
Fuente: 10K de la Compañía al 31 de diciembre de 2019

Netflix ha pronosticado que el punto en el cual el mercado americano estará saturado será entre 60 y 90 millones de suscriptores.⁸ 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:

⁸ 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 Caribe⁹.

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

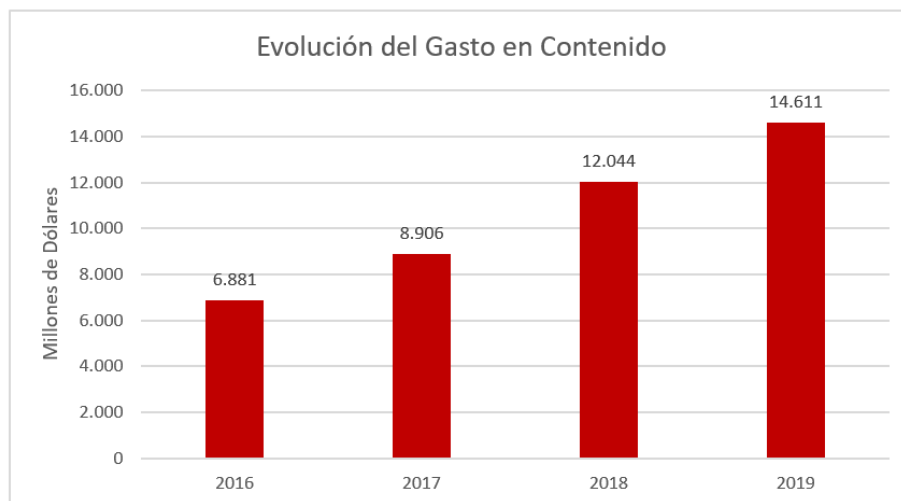
⁹ Krause Fund Research Spring 2018, Estudio de la Universidad de Iowa.

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.¹⁰

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.¹¹

Figura 6: Evolución del Gasto en Contenido



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

¹⁰ Analysis of Netflix Inc. Financial Club Student Investor (2019)

¹¹ Analysis of Netflix Inc. Financial Club Student Investor (2019)

Resumen Cronológico y Expansión internacional

1997	- Reed Hastings y el ejecutivo de software Marc Randolph cofundan Netflix, un videoclub online.
1998	- Netflix lanza el primer sitio web de alquiler y venta de DVD: netflix.com.
1999	- Netflix estrena su servicio de suscripción, que permite alquilar un número ilimitado de DVD por una tarifa mensual muy económica.
2000	- 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.
2002	- Netflix sale a bolsa (IPO en Nasdaq con el teletipo "NFLX" y 600.000 suscriptores en Estados Unidos).
2005	- El número de suscriptores de Netflix ya asciende a 4,2 millones
2007	- 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.
2008	- 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.
2009	- 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.
2010	- 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.
2011	- Lanzamiento de Netflix en Latinoamérica y en el Caribe.

2012	- 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.
2013	- 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".
2014	- 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.
2015	- 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".
2016	- 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.
2017	- Netflix gana su primer Óscar con "Casos Blancos" al mejor cortometraje documental. Netflix llega a los 100 millones de suscriptores.
2018	- 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

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 Europa¹². 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 países¹³ 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

¹² 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>

¹³ 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 billones¹⁴ 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 siguientes¹⁵:

- 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 mundo globalizado en el que, con frecuencia, existe un tratamiento transfronterizo de

¹⁴ 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.>

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

datos. Por ello, puede entenderse que el Reglamento constituye un nuevo estándar internacional en la materia.¹⁶

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%
Total	440,6	100,0%

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.

¹⁶ 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 2019.¹⁷

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

¹⁷ 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.¹⁸

¹⁸ 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 2020¹⁹.

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

¹⁹ 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. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

4.1. Estado de Situación Financiera

A partir de los reportes 10K y 10Q de la Compañía, encontramos los siguientes datos para los Estados de situación financiera de diciembre 2016 a junio 2020 (en millones de dólares y porcentajes):

Figura 9: Estado de Situación Financiera

	Millones de Dólares				
	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Activos					
Efectivo y equivalentes	1.468	2.823	3.794	5.018	7.153
Inversiones de corto plazo	266	0	0	0	0
Activos por contenido corrientes, neto	3.726	4.311	5.151	0	0
Otros activos corrientes	260	536	748	1.160	1.411
Total Activos Corrientes	5.720	7.670	9.694	6.179	8.564
Activos por contenido no corrientes, neto	7.275	10.371	14.951	24.505	25.155
Propiedad y equipos, neto	250	319	418	565	752
Otros activos no corrientes	341	652	911	2.727	2.704
Total Activos No Corrientes	7.866	11.343	16.280	27.797	28.611
Total Activos	13.587	19.013	25.974	33.976	37.175
Pasivos y Patrimonio					
Pasivos					
Pasivos por contenido, corrientes	3.633	4.173	4.682	4.414	4.665
Cuentas por pagar	313	360	563	674	447
Gastos acumulados y otros pasivos	198	315	482	843	987
Ingreso diferido	443	619	761	925	1.029
Deuda a corto plazo	0	0	0	0	499
Total Pasivos Corrientes	4.587	5.466	6.487	6.856	7.626
Pasivos por contenido no corriente	2.895	3.330	3.759	3.334	3.208
Deuda a largo plazo	3.364	6.499	10.360	14.759	15.295
Otros pasivos no corrientes	61	135	129	1.444	1.711
Total Pasivos No Corrientes	6.320	9.964	14.248	19.538	20.214
Total Pasivos	10.907	15.431	20.736	26.394	27.841
Patrimonio					
Acciones comunes	1.600	1.871	2.316	2.794	3.128
Resultados integrales acumulados	-49	-21	-20	-24	-34
Ganancias retenidas	1.129	1.731	2.942	4.812	6.241
Total Patrimonio	2.680	3.582	5.239	7.582	9.335
Total Pasivo y Patrimonio	13.587	19.013	25.974	33.976	37.175

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

Figura 10: Estado de Situación Financiera en Porcentajes

	En Porcentajes				
	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Activos					
Efectivo y equivalentes	11%	15%	15%	15%	19%
Inversiones de corto plazo	2%	0%	0%	0%	0%
Activos por contenido corrientes, neto	27%	23%	20%	0%	0%
Otros activos corrientes	2%	3%	3%	3%	4%
Total Activos Corrientes	42%	40%	37%	18%	23%
Activos por contenido no corrientes, neto	54%	55%	58%	72%	68%
Propiedad y equipos, neto	2%	2%	2%	2%	2%
Otros activos no corrientes	3%	3%	4%	8%	7%
Total Activos No Corrientes	58%	60%	63%	82%	77%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivos y Patrimonio					
Pasivos					
Pasivos por contenido, corrientes	27%	22%	18%	13%	13%
Cuentas por pagar	2%	2%	2%	2%	1%
Gastos acumulados y otros pasivos	1%	2%	2%	2%	3%
Ingreso diferido	3%	3%	3%	3%	3%
Deuda a corto plazo	0%	0%	0%	0%	1%
Total Pasivos Corrientes	34%	29%	25%	20%	21%
Pasivos por contenido no corriente	21%	18%	14%	10%	9%
Deuda a largo plazo	25%	34%	40%	43%	41%
Otros pasivos no corrientes	0%	1%	0%	4%	5%
Total Pasivos No Corrientes	47%	52%	55%	58%	54%
Total Pasivos	80%	81%	80%	78%	75%
Patrimonio					
Acciones comunes	12%	10%	9%	8%	8%
Resultados integrales acumulados	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancias retenidas	8%	9%	11%	14%	17%
Total Patrimonio	20%	19%	20%	22%	25%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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

La Compañía presenta una tasa de crecimiento de sus activos en torno al 30%-40% anual, pasando de activos totales por \$13,6 mil millones de dólares en diciembre 2016 a \$37,2 mil millones en junio 2020.

De conformidad con el giro del negocio, la Compañía adquiere licencias y produce contenido con el fin de ofrecer a los suscriptores visualización ilimitada de series de televisión y películas. De esta manera, el activo más importante es el Contenido, representando consistentemente entre un 70% y 80% de sus activos entre los años 2016 a 2020, seguido del Efectivo, representando entre un 11% y 15% entre diciembre 2016 y diciembre 2019 y aumentando a un 19% en junio 2020. Dado el modelo de negocio donde la facturación se realiza por mes anticipado, las cuentas por cobrar no son relevantes, representando un 1% y 2% del total activos al 31 de diciembre de 2019 y 30 de junio 2020, respectivamente.

Por su parte, los pasivos de la Compañía también presentan un crecimiento sostenido para apalancar el crecimiento de las operaciones, pasando de \$10,9 mil millones en diciembre 2016 a \$27,8 mil millones en junio 2020.

La Compañía incurre en una obligación de adquisición y licencia de contenido en el momento en que celebra un acuerdo para obtener títulos y el mismo se encuentra disponible. Las obligaciones por adquisición y licencia de contenido han ido reduciendo progresivamente su representación sobre el pasivo total, pasando de un 60% en 2016 (\$6,5 mil millones) a un 28% en junio 2020 (\$7,8 mil millones). De estos pasivos el 60% aproximadamente es corriente. Ciertos acuerdos - de producción de películas o de licencia de series de televisión donde se desconoce el número de temporadas que se emitirán- incluyen la obligación de licenciar derechos de títulos futuros desconocidos,

para los cuales no se puede determinar la obligación futura. La Compañía no incluye ninguna obligación estimada para estos títulos futuros más allá del monto mínimo conocido.

Por su parte, la Deuda ha ido aumentando progresivamente su peso sobre los pasivos totales pasando de representar un 30% (\$3,4 mil millones de dólares) en 2016 a un 57% en junio 2020 (\$15,3 mil millones de dólares). La deuda consiste en notas no garantizadas a tasa fija, en dieciséis tramos con vencimiento entre 2021 y 2030. El primer bono vence en febrero 2021 por lo que al 31 de diciembre de 2019 toda la deuda se refleja cómo no corriente. Al 30 de junio de 2020, se refleja dentro de la deuda corriente el primer vencimiento por \$499 millones de dólares, neto de costos de emisión. Durante los próximos 4 años los próximos vencimientos son en febrero 2022 y marzo 2024 por un total de \$1,1 mil millones de dólares.

4.2. Estado de Resultados

A continuación, se presentan los datos de Netflix, en millones de dólares y porcentajes, para los Estados de resultados de diciembre 2016 al primer semestre de junio 2020:

Figura 11: Estado de Resultados²⁰

	En Millones				
	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Ingresos	8.831	11.693	15.794	20.156	11.916
Costo de los ingresos	6.257	7.660	9.968	12.440	7.243
Margen bruto	2.573	4.033	5.827	7.716	4.673
Marketing	1.098	1.278	2.369	2.652	938
Tecnología y desarrollo	780	1.053	1.222	1.545	889
General y Administrativo	316	864	630	914	529
Resultado Operacional (EBIT)	380	839	1.605	2.604	2.316
Gasto de Interés	-150	-238	-420	-626	-373
Intereses y otros ingresos	31	-115	42	84	-111
Resultado antes de impuestos	261	485	1.226	2.062	1.831
Provisión (beneficio) por impuesto sobre la renta	74	-74	15	195	402
Resultado neto	187	559	1.211	1.867	1.429
Resultado Operacional (EBIT)	380	839	1.605	2.604	2.316
Depreciación y amortización de propiedad, equipo e intangibles	58	72	83	104	55
Gasto de opciones sobre acciones	174	182	321	405	201
Amortización de activos de contenido	4.788	6.198	7.532	9.216	5.091
EBITDA **	5.399	7.291	9.541	12.329	7.663

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

Figura 12: Estado de Resultados en Porcentajes

	Ítem/Ventas %				
	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de los ingresos	71%	66%	63%	62%	61%
Margen bruto	29%	34%	37%	38%	39%
Marketing	12%	11%	15%	13%	8%
Tecnología y desarrollo	9%	9%	8%	8%	7%
General y Administrativo	4%	7%	4%	5%	4%
Resultado Operacional (EBIT)	4%	7%	10%	13%	19%
Gasto de Interés	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
Intereses y otros ingresos	0%	-1%	0%	0%	-1%
Resultado antes de impuestos	3%	4%	8%	10%	15%
Provisión (beneficio) por impuesto sobre la renta	1%	-1%	0%	1%	3%
Resultado neto	2%	5%	8%	9%	12%
Resultado Operacional (EBIT)	4%	7%	10%	13%	19%
Depreciación y amortización de propiedad, equipo e intangibles	1%	1%	1%	1%	0%
Gasto de opciones sobre acciones	2%	2%	2%	2%	2%
Amortización de activos de contenido	54%	53%	48%	46%	43%
EBITDA **	61%	62%	60%	61%	64%

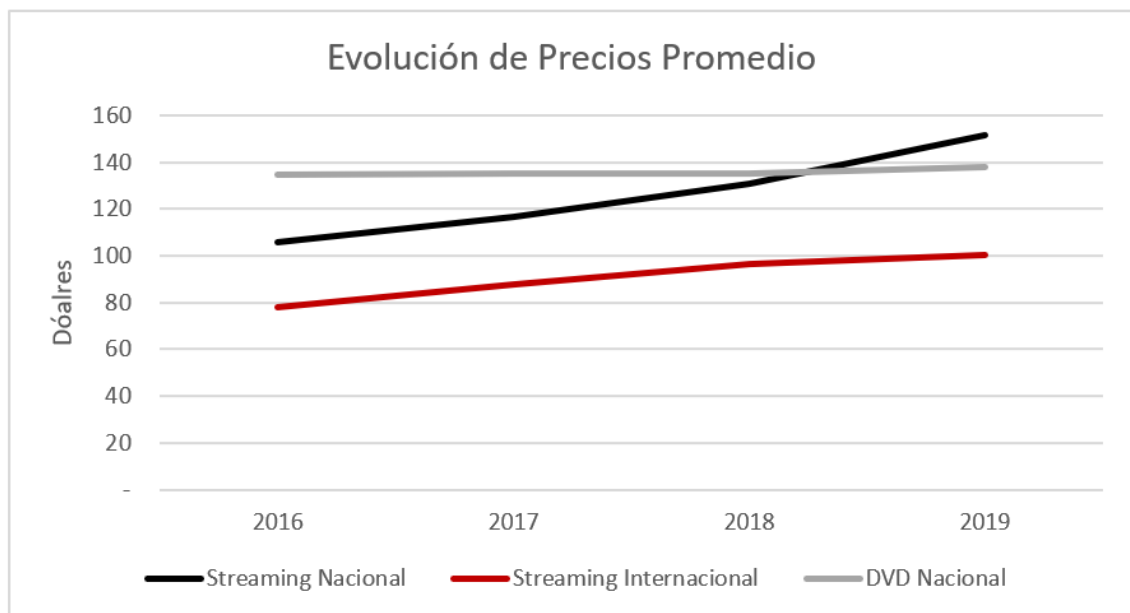
Fuente: Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período.

²⁰ EBITDA** considera la amortización de contenido como un gasto que no representa flujo de efectivo real al igual que la depreciación, amortización y gasto de opciones sobre acciones.

La principal fuente de ingresos son las cuotas mensuales de membresía. A los miembros se les factura antes del inicio de su membresía mensual y los ingresos se reconocen proporcionalmente durante el mes, una vez el servicio es prestado.

La Compañía presenta tasas de crecimiento de ingresos en torno al 30% anual generados por aumentos en el número de membresías de 20% anual, concentrado en el segmento de streaming internacional, y por aumentos de precio del segmento de streaming doméstico, tal como se evidencia en la figura a continuación:

Figura 13: Evolución de Precios Promedios por Segmento

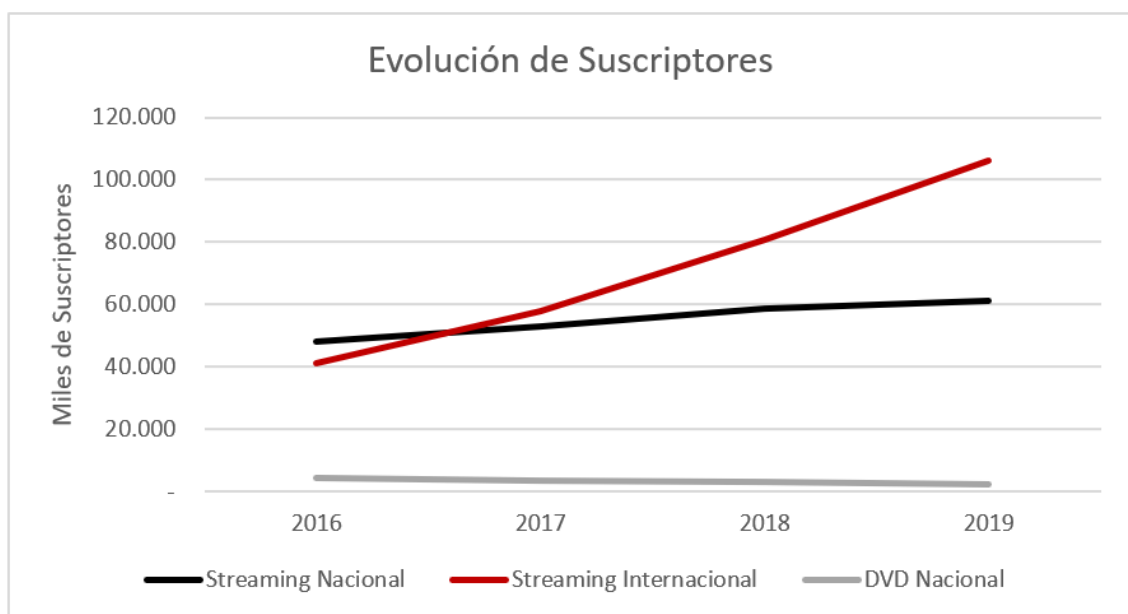


Fuente: Elaboración propia con base en el 10K de la Compañía al cierre de cada período.

Desde el gráfico anterior, es posible concluir que existe una diferencia entre los precios promedios anuales del segmento doméstico respecto al segmento internacional. Mientras en el mercado local los precios promedio son más bajos y el crecimiento para

el período analizado es del orden de un 25%, en el mercado internacional los precios son más altos y con un crecimiento promedio en torno a un 36%. Como se mencionó anteriormente, esta política es riesgosa dado el actual nivel de competencia en la industria.

Figura 14: Evolución de Número de Suscriptores por Segmento



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

Como se muestra en la figura anterior, el crecimiento de la Compañía para el período en estudio se ha sustentado en el mercado Internacional. A finales del año 2016 la participación del mercado internacional a nivel de suscriptores era prácticamente igual al mercado doméstico y para fines del año 2019 esta relación cambió drásticamente pues los suscriptores internacionales representan un 63% del total de suscriptores de la Compañía. Estos cambios en la distribución de membresías se han producido pues la

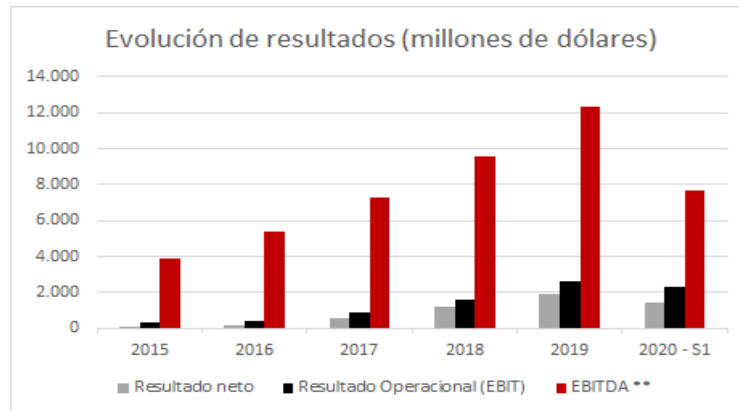
tasa promedio de crecimiento de los suscriptores nacionales ha sido en torno a un 10% mientras que la internacional ha crecido a tasas del 37%.

Ello deriva en el crecimiento de los ingresos de 8,8 mil millones de dólares en 2016 a 20,2 mil millones de dólares en 2019.

El costo del servicio está conformado principalmente por la amortización de los activos de transmisión de contenido y representa un 60%-70% de los ingresos, por lo que el margen bruto de la Compañía se ubica entre un 30% y 40% de los ingresos. El EBIT o resultado operacional ha ido aumentando de un 4% en 2016 (\$0,4 mil millones) a un 13% en 2019 (\$2,6 mil millones para 2016) y un 19% en los primeros 6 meses de 2020.

Por su parte, el resultado neto también refleja un crecimiento sostenido pasando de un 2% en 2016 (\$0,2 mil millones) a un 9% en 2019 (\$1,2 mil millones) y un 12% para los primeros 6 meses de 2020. El EBITDA es mucho mayor incluso que el margen bruto, esto al considerar la exclusión de los gastos de depreciación, opciones sobre acciones y amortización de los activos por contenido, representando este último entre un 50% y 60% de los costos y gastos operacionales. Así, el EBITDA para 2016 era de \$5,4 mil millones mostrando tasas de crecimiento anual en torno al 30% derivando en un EBITDA de \$12,3 mil millones para 2019.

Figura 15: Evolución del Resultado Neto, Operacional y EBITDA²¹



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

4.3. Estado de Flujos de Efectivo

El flujo de efectivo evidencia para un periodo de tiempo la cantidad de efectivo generado que está disponible para pagar obligaciones de deuda, realizar inversiones en contenido y para otras actividades, así como la cantidad de efectivo utilizado en las operaciones, incluidas las inversiones en contenido de transmisión global.

A partir de los reportes 10K y 10Q de la Compañía, encontramos los siguientes datos para los Estados de flujos de efectivo de diciembre 2016 a junio 2020:

²¹ EBITDA** considera la amortización de contenido como un gasto que no representa flujo de efectivo real al igual que la depreciación, amortización y gasto de opciones sobre acciones.

Figura 16: Estado de Flujos de Efectivo

	Millones de Dólares				
	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Resultado Neto	187	559	1.211	1.867	1.429
Ajustes para conciliar el ingreso neto con el efectivo neto					
Adiciones de activos por contenido	-8.653	-9.806	-13.043	-13.917	-5.805
Cambio en pasivos por contenido	1.773	900	1.000	-694	151
Amortización de activos por contenido	4.788	6.198	7.532	9.216	5.091
Depreciación y amortización de propiedades e intangibles	58	72	83	104	55
Gasto de opciones sobre acciones	174	182	321	405	201
Otras partidas que no son efectivo	8	50	-78	88	432
Cambios en activos y pasivos operacionales					
Otros activos corrientes	47	-234	-200	-252	-124
Cuentas por pagar	32	75	199	96	-261
Gastos acumulados y otros pasivos	69	114	150	158	109
Ingresos diferidos	97	178	142	164	105
Otros activos y pasivos no corrientes	-52	-74	2	-123	-80
Flujo de Caja utilizado Actividades de Operación	-1.474	-1.786	-2.680	-2.887	1.301
Adiciones de contenido DVD	-77	-54	0	0	0
Compras de propiedad y equipos	-108	-173	-174	-253	-240
Cambio en otros activos	-1	-7	-165	-134	-1
Compras de inversiones corto plazo	-187	-75	0	0	0
Ventas de inversiones a corto plazo	282	320	0	0	0
Cobros por vencimientos de inversiones a corto plazo	140	23	0	0	0
Flujo de Caja Provisto por Actividades de Inversión	50	34	-339	-387	-240
Emisión de deuda	1.000	3.021	3.962	4.469	1.009
Costos de emisión de deuda	-11	-32	-36	-36	-8
Emisión de acciones ordinarias	37	88	125	72	133
Beneficios fiscales en exceso de la compensación basada en acciones	65	0	0	0	0
Otras actividades de financiamiento	0	0	-2	0	0
Flujo de Caja Provisto por Actividades de Financiamiento	1.092	3.077	4.049	4.506	1.135
Diferencia en cambio sobre el efectivo y equivalentes	-9	30	-40	0	-59
Aumento (disminución) neto de efectivo y equivalentes	-342	1.355	989	1.232	2.136
Efectivo y equivalentes al inicio del período	1.809	1.468	2823	3.812	5.044
Efectivo restringido	0	0	18	25	27
Efectivo y Equivalentes al Final del Período	1.468	2.823	3.794	5.018	7.153

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

El principal uso de efectivo de la Compañía corresponde a la adquisición de concesiones de licencias y a la producción de contenido. La Compañía resalta que las inversiones en contenido original (el que producen) requieren más efectivo por adelantado en relación con el contenido con licencia. En el caso del contenido que producen, financian el costo de producción durante el proceso de creación del contenido, antes de la finalización y publicación del título. Estas diferencias temporales dan como resultado que el flujo de caja sea menor que el ingreso neto actual.

La suma de las adiciones a los activos de contenido y el cambio en los pasivos de contenido equivale al gasto en efectivo en contenido de transmisión. Para el ejercicio 2016 el efectivo utilizado en contenido fue de \$6,9 mil millones, \$8,9 mil millones en 2017, \$12,0 mil millones en 2018, \$14,6 mil millones en 2019 y \$5,7 mil millones los primeros seis meses de 2020.

Desde mediados de 2014, el flujo de efectivo de Netflix ha sido negativo, una persistente preocupación para los bajistas que creen que Netflix no está siquiera cerca de un flujo de efectivo positivo, y que la realidad pronto acechará a los alcistas.²²

La Compañía espera mantener las inversiones en contenido de transmisión, particularmente en contenido original, lo que afectará la liquidez y dará como resultado efectivo neto futuro utilizado en actividades operativas negativas durante algunos años. Esta estrategia se debe a que la Compañía considera que, a largo plazo, la producción es menos costosa que la licencia de una serie o película, ya que eliminan costos y tarifas adicionales y mantienen la propiedad intelectual, lo que proporciona derechos globales y control comercial y creativo. Esto implica que la Compañía ha tenido que asumir niveles sustanciales de deuda para financiar su producción de contenido original. Sin embargo, Netflix espera que 2019 sea el punto más bajo en su flujo de efectivo libre negativo, y ve que los márgenes han ido mejorando cada año, por lo que pronostican que para 2024 deberían contar con un flujo de efectivo libre positivo a medida que su gasto en contenido se estabiliza.

²² 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>

Por otra parte, resalta en sus actividades de financiamiento la emisión de deuda. La Compañía ha optado por financiar las necesidades de flujo de caja con deuda dadas las bajas tasas de interés, la deducibilidad de impuestos de la deuda y el bajo valor de deuda a empresa. Los flujos de efectivo provenientes de la emisión de deuda fueron \$1,0 mil millones en 2016, \$3,0 mil millones en 2017, \$3,9 mil millones en 2018, \$4,5 mil millones en 2019 y \$1,0 mil millones los primeros seis meses de 2020.

4.4. Ratios Financieros

4.4.1. Indicadores de Liquidez

Figura 17: Indicadores de Liquidez

	2016	2017	2018	2019	2020 -S1
Liquidez					
Capital de trabajo [MM USD]	1.134	2.204	3.207	-677	938
Razón Corriente	1,2	1,4	1,5	0,9	1,1
Caja/Ingresos*	16,6%	24,1%	24,0%	24,9%	31,6%
Caja/Pasivo corriente	32,0%	51,6%	58,5%	73,2%	93,8%

* Ratio calculado con año móvil para el periodo terminado el 30 de junio 2020 (últimos 12 meses)

Fuente: Elaboración propia

Al analizar si la empresa tiene la capacidad de convertir sus activos en liquidez a corto plazo, se encuentra que entre el periodo 2016 y 2018 el capital de trabajo es positivo, siendo sus activos corrientes alrededor de un 40% de sus activos totales. En 2019 el capital de trabajo se torna negativo dada la disminución de sus activos corrientes a un 18%, debido a la adopción anticipada de la norma contable ASU 2019-02 *Mejoras en la contabilidad de costos de películas y acuerdos de licencia para materiales del programa* a partir de la cual la totalidad de los activos por contenido fueron clasificados como no corriente. Asimismo, la razón corriente se mantiene estable entre 1,2 y 1,5 entre los

periodos 2016 y 2018, disminuyendo a 0,9 en 2019 dada la adopción de la norma mencionada. En 2020 la razón corriente aumenta ligeramente a 1,1 y la razón caja/ingresos ha venido aumentando desde 2018 principalmente por el efectivo proveniente de las operaciones de emisión de deuda. Al analizar el ratio caja/pasivo corriente, se evidencia igualmente que la Compañía ha ido mejorando la cobertura de sus pasivos corrientes con los activos de liquidez inmediata de un 32% en 2016 a un 73% en 2019 y 94% en junio 2020.

Entendiendo las necesidades de caja que mantiene la Compañía para la producción de contenido y considerando la presentación exigida por la nueva normativa, la liquidez podría no ser positiva para futuros periodos, si se aísla el efecto de la emisión de deuda.

4.4.2. Indicadores de Endeudamiento

Figura 18: Indicadores de Endeudamiento

	2016	2017	2018	2019	2020 -S1
Endeudamiento					
Pasivo/Patrimonio	4,1	4,3	4,0	3,5	3,0
Deuda/Activos	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Deuda CP/Deuda Total	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Pasivo CP/Pasivo Total	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
TIE	2,5	3,5	3,8	4,2	6,2

Fuente: Elaboración propia

Se evidencia un nivel de leverage (pasivo/patrimonio) alto en el tiempo, con una leve tendencia a la baja durante los últimos 3 periodos, donde la deuda representa entre 3 y 4 veces el patrimonio. Esta relación indica que por cada dólar aportado por los accionistas los acreedores aportan entre \$3 y \$4.

La Compañía mantiene la deuda registrada a valores contables, no ajustados a valor de mercado. La relación deuda/activos aumenta a 0,4 en 2018 y se mantiene durante los últimos 3 periodos, lo que indica que cada dólar en activos se encuentra financiado por 40 centavos de deuda. Dado que los bonos inician su primer vencimiento a partir de febrero 2021, la porción corriente de la deuda es cero hasta junio 2020 donde se inicia el reconocimiento del vencimiento de los primeros bonos, siendo aún muy poco significativos pues los más relevantes vencen a partir del año 2026. Se observa que el peso relativo del pasivo a corto plazo es entre 0,4 y 0,3 para el periodo en estudio, representado principalmente por los pasivos de contenido. Es decir, el 60% de los pasivos es no corriente. Entre los años 2016 y 2017 el 50%-60% del pasivo no corriente estaba representado por deuda financiera y a partir de 2018 el peso de la deuda aumentó a poco más del 70% de los pasivos no corrientes.

Respecto a la razón de cobertura de intereses o TIE (resultado operacional/ intereses) muestra tendencia al crecimiento desde un valor de 2,5 en 2016 a 6,2 en 2020. Esta tendencia sugiere que el resultado operacional (EBIT) generado por Netflix tiene cada vez mayor cobertura para cubrir el servicio de la deuda debido principalmente al crecimiento y mejora del resultado operativo durante el periodo en estudio.

4.4.3. Indicadores de Rentabilidad

Figura 19: Indicadores de Rentabilidad

	2016	2017	2018	2019	2020 -S1
Rentabilidad y Actividad					
Margen de ventas	29%	34%	37%	38%	39%
Margen Operacional	4%	7%	10%	13%	19%
Margen neto	2%	5%	8%	9%	12%
Rotación Activos*	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
ROA*	3,7%	2,8%	4,4%	6,2%	10,1%
Activos/Patrimonio	5,1	5,3	5,0	4,5	4,0
ROE*	7,0%	15,6%	23,1%	24,6%	28,7%

* Ratio calculado con año móvil para el periodo terminado el 30 de junio 2020 (últimos 12 meses)

Fuente: Elaboración propia

El ratio de Utilidad sobre las ventas, se mantiene en el rango del 30% anual y en aumento en los últimos 3 periodos, producto del aumento en los ingresos en torno al 30% anual y la disminución de los costos entre 1% y 5% anual.

Al analizar el Margen operacional también encontramos ligeras mejoras producto de la disminución en 1%-2% anual aproximadamente en los Gastos generales y administrativos y de Tecnología y Desarrollo, reflejando economías de escala y eficiencias realizadas por la Compañía. El Margen neto también presenta ligeras mejoras producto de ganancias en cambio y beneficios a nivel de impuesto en los últimos años.

La rotación de activos es de 0,6 lo que significa que por cada 60 dólares que vende la Compañía debe destinar \$100 a inversión en activos; también es posible observar que esta relación permanece estable en el período de análisis. La Compañía presenta un ROA (EBIT/activos) positivo y con un crecimiento anual en torno al 2% dada la mejora comentada del Margen operacional (4% en 2016, 7% en 2017, 10% en 2018, 13% en 2019).

Respecto al ROE (utilidad/patrimonio), se observa una constante alza para el período en estudio comenzando con un 7% para el año 2016 y llegando a un 24,6% en el año 2019. Al desagregar el ROE como (Margen neto) x (rotación de activos) x (activos/patrimonio) se logra un mejor entendimiento de este indicador. Para el caso del Margen neto, como ya se mencionó, se observa un aumento sostenido para el período en estudio mientras que la rotación de activos pertenece constante. Por su parte la relación activos/patrimonio ha disminuido por lo que el patrimonio representa una mayor proporción de los activos dada la estrategia de retención de utilidades para financiar la operación, lo que ha conllevado menor riesgo financiero. En síntesis, el aumento del ROE proviene del incremento en el Margen neto lo cual adicionalmente ha neutralizado el efecto del menor riesgo financiero.

4.4.4. Indicadores de Mercado

Figura 20: Indicadores de Mercado

	2016	2017	2018	2019	2020 -S1
Mercado					
PER*	285	149	96	76	75
Price to Book	20	23	22	19	21

* Ratio calculado con año móvil para el periodo terminado el 30 de junio 2020 (últimos 12 meses)

Fuente: Elaboración propia

Al analizar el ratio Price to Earnings (PER) se observa que para el inicio del período el valor era de 285 veces, lo cual implicaba altas expectativas por parte del mercado para con Netflix y su capacidad de generar utilidades. Con el correr de los años, la relación ha ido disminuyendo mientras que sus márgenes y utilidad han ido aumentando por lo que se puede decir que la hipótesis inicial del mercado era correcta. No obstante, la

relación sigue siendo alta, 75 veces, por lo que se concluye que el mercado aún visualiza opciones de crecimiento para la Compañía.

Respecto al indicador Price to Book, se observa una relación relativamente estable en torno a 20 veces, con ello se concluye la alta valoración económica que percibe el patrimonio de Netflix frente a su valor contable, dada la alta capacidad generadora de utilidades que ha mostrado y que se espera siga mostrando la Compañía.

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Deuda Financiera

La deuda financiera de la Compañía se identifica desde el balance en las partidas de Deuda Financiera a Corto Plazo y Deuda Financiera a Largo Plazo:

Figura 21: Deuda Financiera

	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Deuda Financiera de Corto Plazo [MM USD]	0	0	0	0	499
Deuda Financiera de Largo Plazo [MM USD]	3.364	6.499	10.360	14.759	15.295
Deuda Financiera [MM USD]	3.364	6.499	10.360	14.759	15.794

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

Es posible observar en la tabla anterior que la deuda financiera de la Compañía ha crecido 6,7 veces si se compara el cierre del año 2016 con el cierre del primer semestre del año 2020. Este aumento se ha traducido en inyección de cerca de 12.430 millones de dólares a la Compañía.

Adicional a la deuda financiera anteriormente mencionada, al 30 de junio del año 2020 la Compañía posee una línea de crédito por 750 MM USD la cual no ha sido utilizada. Al analizar los componentes de la deuda financiera, es posible observar que la Compañía solo utiliza bonos como instrumentos de financiamiento, como se muestra en la siguiente tabla:

Figura 22: Bonos a Valor Libro

Fecha de Emisión	Moneda de Colocación	Valor Par del Principal [MM USD]				
		2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Febrero 2013	USD	500	500	500	500	500
Febrero 2014	USD	400	400	400	400	400
Febrero 2015	USD	700	700	700	700	700
Febrero 2015	USD	800	800	800	800	800
Octubre 2016	USD	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Mayo 2017	EUR		1.561	1.489	1.459	1.461
Octubre 2017	USD		1.600	1.600	1.600	1.600
Abril 2018	USD			1.900	1.900	1.900
Octubre 2018	EUR			1.260	1.234	1.236
Octubre 2018	USD			800	800	800
Abril 2019	EUR				1.346	1.348
Abril 2019	USD				900	900
Octubre 2019	EUR				1.234	1.236
Octubre 2019	USD				1.000	1.000
Abril 2020	USD					527
Abril 2020	USD					500
Total		3.400	6.561	10.449	14.873	15.908
Costos de Emisión		36	62	89	114	114
Deuda Financiera		3.364	6.499	10.360	14.759	15.794

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

Posteriormente, los parámetros relevantes de cada bono tales como: tipo de bono, tasa cupón, fecha de vencimiento entre otros se presentan en las siguientes tablas:

Figura 23: Resumen de Bonos Vigentes (Parte I)

Antecedentes	NFLX 5.375 01-Feb-2021	NFLX 5.750 01-Mar-2024	NFLX 5.500 15-Feb-2022	NFLX 5.875 15-Feb-2025	NFLX 4.375 15-Nov-2026	NFLX 3.625 15-May-2027	NFLX 4.875 15-Apr-2028	NFLX 5.875 15-Nov-2028
Nemotécnico	US64110LAE65	US64110LAG14	US64110LAJ52	US64110LAL09	US64110LAN64	XS1821883102	US64110LAS51	US64110LAT35
Fecha de Colocación	Febrero 2013	Febrero 2014	Febrero 2015	Febrero 2015	Octubre 2016	Mayo 2017	Octubre 2017	Abril 2018
Valor Nominal MM	500	400	700	800	1.000	1.300	1.600	1.900
Moneda	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Euro	Dólar	Dólar
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Extranjera	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	Febrero 2021	Marzo 2024	Febrero 2022	Febrero 2025	Noviembre 2026	Mayo 2027	Abril 2028	Noviembre 2028
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	5,375%	5,750%	5,500%	5,875%	4,375%	3,625%	4,875%	5,875%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de Pagos	16	20	14	20	20	20	21	21
Período de Gracia	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica
Motivo de Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo S&P	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+	B+
Clasificación de Riesgo Moody's	B1	B1	B1	B1	B1	B1	B1	Ba3
Valor de Mercado al 30/06/20	102,25%	108,75%	104,50%	110,50%	103,88%	103,48%	106,25%	113,50%
YTM al 30/06/20	1,47%	3,20%	2,64%	3,40%	3,69%	3,08%	3,93%	3,96%

Fuente: Elaboración propia con base en información de la plataforma Thomson Reuters Eikon.

Figura 24: Resumen de Bonos Vigentes (Parte II)

Antecedentes	NFLX 4.625 15-May-2029	NFLX 6.375 15-May-2029	NFLX 3.875 15-Nov-2029	NFLX 5.375 15-Nov-2029	NFLX 3.625 15-Jun-2030	NFLX 4.875 15-Jun-2030	NFLX 3.000 15-Jun-2025	NFLX 3.625 15-Jun-2025
Nemotécnico	XS2076099865	US64110LAX47	XS1989380503	US64110LAU08	XS2072829950	US64110LAV80	XS2166217435	US64110LAY20
Fecha de Colocación	Octubre 2018	Octubre 2018	Abril 2019	Abril 2019	Octubre 2019	Octubre 2019	Abril 2020	Abril 2020
Valor Nominal	1.100	800	1.200	900	1.100	1.000	470	500
Moneda	Euro	Dólar	Euro	Dólar	Euro	Dólar	Euro	Dólar
Tipo de Colocación	Extranjera	Nacional	Extranjera	Nacional	Extranjera	Nacional	Extranjera	Nacional
Fecha de Vencimiento	Mayo 2029	Mayo 2029	Noviembre 2029	Noviembre 2029	Junio 2030	Junio 2030	Junio 2025	Junio 2025
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	4,625%	6,375%	3,875%	5,375%	3,625%	4,875%	3,000%	3,625%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de Pagos	21	21	21	21	21	21	10	10
Período de Gracia	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica	No Aplica
Motivo de Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-
Clasificación de Riesgo Moody's	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3
Valor de Mercado 30/06/20	110,78%	116,25%	104,78%	109,50%	102,57%	107,25%	102,79%	100,75%
YTM al 30/06/20	3,24%	4,16%	3,28%	4,14%	3,34%	3,97%	2,38%	3,45%

Fuente: Elaboración propia con base en información de la plataforma Thomson Reuters Eikon.

Luego, es necesario conocer el **valor de mercado (B)** de la deuda financiera de la Compañía. El detalle para el cierre de cada período se presenta a continuación:

Figura 25: Bonos a Valor de Mercado

Fecha de Emisión	Moneda de Colocación	Valor Razonable [MM USD]				
		2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Febrero 2013	USD	539	530	509	518	512
Febrero 2014	USD	431	427	407	444	437
Febrero 2015	USD	758	739	706	744	733
Febrero 2015	USD	868	856	812	896	892
Octubre 2016	USD	975	983	915	1.026	1.043
Mayo 2017	EUR		1.575	1.446	1.565	1.524
Octubre 2017	USD		1.571	1.464	1.670	1.712
Abril 2018	USD			1.851	2.111	2.164
Octubre 2018	EUR			1.241	1.378	1.375
Octubre 2018	USD			797	916	934
Abril 2019	EUR				1.429	1.418
Abril 2019	USD				960	989
Octubre 2019	EUR				1.273	1.274
Octubre 2019	USD				1.019	1.073
Abril 2020	USD					545
Abril 2020	USD					504
Valor de Mercado (B)		3.571	6.681	10.148	15.949	17.129

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

En la figura anterior, se observa que para el período estudiado, el valor de mercado de la deuda supera en 4% al valor contable de la deuda, alcanzado un peak de 7,7% al 30 de junio de 2020.

5.2. Patrimonio Económico

Al examinar la estructura accionaria de la Compañía, se obtiene la siguiente información relacionada a acciones comunes y preferentes:

Figura 26: Estructura Accionaria

	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Total Acciones Preferentes [M]	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Acciones Preferentes Pagadas	0	0	0	0	0
Total Acciones Comunes [M]	4.990.000	4.990.000	4.990.000	4.990.000	4.990.000
Acciones Comunes Suscritas y Pagadas [M]	430.054	433.393	436.599	438.807	440.569

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

Luego, para construir el **patrimonio económico (P)** de la empresa, se considera el total de acciones comunes suscritas y pagadas valorizadas a su respectivo precio de mercado al cierre de cada año/período en evaluación. El detalle se puede observar a continuación:

Figura 27: Patrimonio Económico

	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Acciones Comunes Suscritas y Pagadas [M]	430.054	433.393	436.599	438.807	440.569
Precio de Mercado [USD]	124	192	268	324	455
Patrimonio Económico (P) [MM USD]	53.241	83.194	116.860	141.985	200.477

Fuente: Elaboración propia con base en el 10K y 10Q de la Compañía al cierre de cada período y Yahoo! Finance

El aumento en el patrimonio económico se explica principalmente por los cambios en el precio de la acción. Estos constantes aumentos en el precio son consistentes con el aumento del número de suscriptores, EBIT, EBITDA y Resultado neto de la Compañía a lo largo del período en estudio.

5.3. Valor Económico de la Empresa

Luego de obtener el valor de mercado de la Deuda (B) y el valor económico del Patrimonio (P) se construye el **valor económico de la empresa (V)** con la siguiente identidad: $V = P + B$

Figura 28: Valor Económico de la Empresa

	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
Valor de Mercado de la Deuda (B)	3.571	6.681	10.148	15.949	17.129
Patrimonio Económico (P)	53.241	83.194	116.860	141.985	200.477
Valor Económico de la Empresa (V) [MM USD]	56.812	89.875	127.008	157.934	217.606

Fuente: Elaboración propia

Se observa que para el período en estudio, el valor económico de la empresa ha aumentado en 3,8 veces, este cambio se debe principalmente al efecto del aumento en el valor del patrimonio económico.

5.4. Estructura de Capital Objetivo

El último punto relevante de este apartado es definir la estructura de capital objetivo de la organización. Para ello, se construyen las relaciones: B/V, P/V y B/P, las cuales se muestran en la siguiente tabla:

Figura 29: Estructura de Capital Histórica

	2016	2017	2018	2019	2020 - S1
B/V	6,29%	7,43%	7,99%	10,10%	7,87%
P/V	93,71%	92,57%	92,01%	89,90%	92,13%
B/P	6,71%	8,03%	8,68%	11,23%	8,54%

Fuente: Elaboración propia.

Posteriormente, la información de la tabla anterior se somete a análisis descriptivo obteniendo los siguientes indicadores:

Figura 30: Estructura de Capital Objetivo

	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv Estándar	Promedio
B/V	6,29%	10,10%	7,87%	1,24%	7,94%
P/V	89,90%	93,71%	92,13%	1,24%	92,06%
B/P	6,71%	11,23%	8,54%	1,47%	8,64%

Fuente: Elaboración propia.

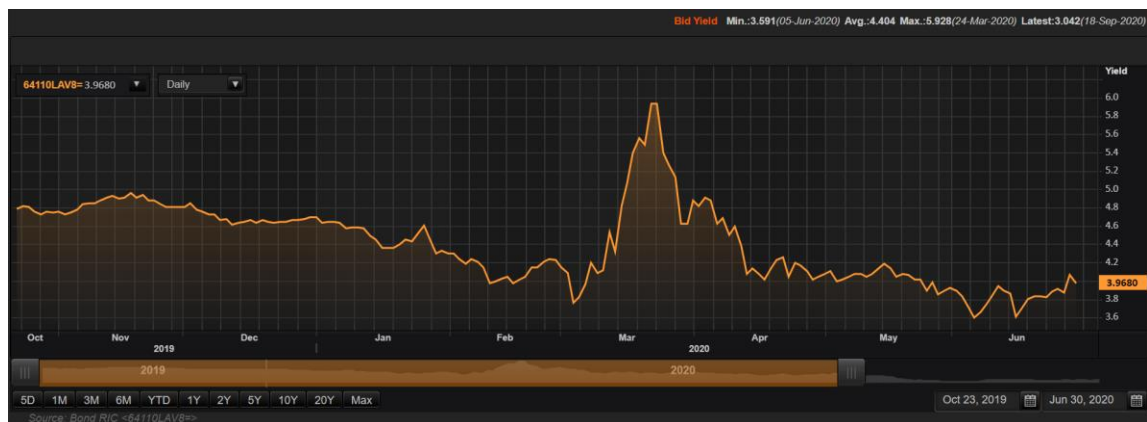
Finalmente, dado que la desviación estándar de los indicadores es relativamente baja (<1,5%) se considera que el promedio es un buen indicador para cada uno de los ratios, por lo que la relación B/P objetivo de la compañía se establece en un 8,64%.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

6.1. Costo de la Deuda

Para determinar el costo de la deuda de Netflix, se procede a identificar el bono de más largo plazo que posee la compañía. Como se observa en las figuras 23 y 24 el bono a más largo plazo es el denominado *NFLX 4.875 15-Jun-2030*, el cual vence en el año 2030. El bono anteriormente mencionado ha presentado la siguiente evolución en su YTM.

Figura 31: Evolución YTM NFLX 4.875 15-Jun-2030



Fuente: Refinitive Workspace.

Es posible observar que al 30 de junio del año 2020 la YTM del bono es de un 3,968%.

6.2. Beta de la Deuda

Para obtener el beta de la deuda se utiliza la siguiente ecuación deducida del modelo CAPM:

$$k_b = R_f + \beta_d \cdot PRM \text{ (Ecuación 1)}$$

Donde:

- k_b : YTM de la deuda la cual asciende a 3,968%

- R_f : Tasa libre de riesgo de bonos del tesoro estadounidense la cual al 30 de junio del año 2020 es de un 1,41% para los papeles emitidos a 30 años²³
- β_d : Beta de la deuda, la cual será deducida en función del resto de valores
- PRM : Prima por riesgo de mercado para Estados Unidos. Se considera una prima de 5,23% según estimaciones de Damodaran²⁴

Luego, al reemplazar los valores anteriormente descritos en la ecuación 1, se tiene que:

$$3,968\% = 1,41\% + \beta_d \cdot 5,23\%$$

$$\beta_d = 0,49$$

Por lo tanto, el Beta de la deuda para Netflix es de 0,49

6.3. Estimación del Beta Patrimonial

Posteriormente, es necesario estimar el beta patrimonial de la compañía, para ello se utilizará el modelo CAPM econométrico:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta \cdot R_{t,m} + \varepsilon_{t,i} \text{ (Ecuación 2)}$$

Donde:

- $R_{t,i}$: Corresponde a los retornos logarítmicos semanales de las acciones de Netflix
- α : Es una constante

²³ 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>

²⁴ Country Default Spreads and Risk Premiums. Enero 2021 http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

- β : Corresponde al parámetro que mide la sensibilidad del activo respecto al mercado
- $R_{t,m}$: Corresponde a los retornos logarítmicos semanales del índice de mercado en el cual cotiza Netflix, en este caso, Nasdaq.
- $\varepsilon_{t,i}$: Corresponde al término de error aleatorio para cada una de las observaciones semanales

Se consideran 2 años de retornos logarítmicos semanales y luego se estima el modelo mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), lo cual arroja los siguientes resultados:

Figura 32: Resumen Estimación Beta de Netflix

	Jun - 17	jun-18	jun-19	jun-20
Beta de la acción	1,65	1,42	1,66	0,92
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00
Nº observaciones	104	104	104	105
R ²	0,31	0,24	0,47	0,33
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que para cada uno de los períodos en estudio, el parámetro Beta es estadísticamente significativo ya que el P-Value es similar a cero. Para el período 2017 a 2019 se obtienen betas en el rango 1,4 a 1,6 lo que refleja que los retornos semanales de la acción de Netflix son más volátiles que el retorno del mercado, mientras que para el año 2020 este valor disminuye considerablemente hasta 0,92. Este beta menor a uno, indica que la volatilidad de los retornos semanales de Netflix es menor a la volatilidad de los retornos semanales del índice de mercado. Siendo esta la última observación, el Beta patrimonial para Netflix es de 0,92.

Respecto al coeficiente R^2 se observa que este se mueve en un rango de 0,24 a 0,47. En particular para el año 2020 se obtiene una cifra de 0,33, lo cual implica que la correlación entre los retornos semanales de Netflix y del mercado es del orden de un 33%.

En relación con la presencia bursátil, se concluye que Netflix posee un indicador de 100% para el período en estudio, lo que implica que para determinar la tasa de capital no se debe adicionar un premio por iliquidez dado que la Compañía tranza regularmente en bolsa.

6.4. Beta Patrimonial sin Deuda

Luego de estimar el beta patrimonial en el apartado anterior, es necesario hallar el beta patrimonial sin deuda, para ello se utilizará el modelo de Rubinstein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \quad (\text{Ecuación 3})$$

Donde:

- $\beta_p^{c/d}$: Beta patrimonial con deuda. Según lo encontrado en el apartado 5.3, se considera un valor de 0,92
- $\beta_p^{s/d}$: Beta Patrimonial sin deuda, el cual será deducido en función del resto de valores
- t_c : Tasa de impuestos corporativa del período 2018 a 2020. Se considera una cifra de 21% como Federal Statutory rate.
- $\frac{B}{P}$: Estructura de capital promedio para el período 2018 a 2020. Según la figura 29, se considera una cifra de 9,49%

- β_d : Beta de la deuda. Según el análisis realizado en el punto 5.2, se considera una cifra de 0,49

Luego, reemplazando los datos anteriores en la ecuación 3, se tiene que:

$$0,92 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 0,21) \cdot 0,0949] - 0,49 \cdot (1 - 0,21) \cdot 0,0949$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,89$$

Con los resultados anteriores, se concluye que el beta patrimonial sin deuda de Netflix es de 0,89

6.5. Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo

En este apartado, se encontrará el beta patrimonial con deuda considerando la estructura de capital objetivo, para ello se vuelve a utilizar la ecuación 3 pero con los siguientes parámetros:

- $\beta_p^{c/d}$: Beta patrimonial con deuda, el cual será deducido en función de los otros parámetros
- $\beta_p^{s/d}$: Beta Patrimonial sin deuda. Se considera un valor de 0,89 según lo encontrado en el apartado anterior
- t_c : Tasa de impuestos corporativa de largo plazo. Se considera una cifra de 21% como Federal Statutory rate.
- $\frac{B}{P}$: Estructura de capital objetivo. Según la figura 30, se considera una cifra de 8,64%

- β_d : Beta de la deuda. Según el análisis realizado en el punto 5.2, se considera una cifra de 0,49

Luego, reemplazando los datos anteriores en la ecuación 3, se tiene que:

$$\beta_p^{c/d} = 0,89 \cdot [1 + (1 - 0,21) \cdot 0,0864] - 0,49 \cdot (1 - 0,21) \cdot 0,0864$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,91$$

Con los resultados anteriores se concluye que el beta patrimonial con deuda considerando la estructura de capital objetivo es de 0,91.

6.6. Costo Patrimonial

En este apartado, se procederá a estimar la tasa de costo patrimonial de Netflix según el modelo CAPM, lo cual se materializa en la siguiente ecuación:

$$k_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM \text{ (Ecuación 4)}$$

Donde:

- k_p : Tasa de costo patrimonial, la cual será estimada en función de los otros datos.
- R_f : Tasa libre de riesgo de bonos del tesoro estadounidense la cual al 30 de Junio del año 2020 es de un 1,41% para los papeles emitidos a 30 años
- $\beta_p^{c/d}$: Beta patrimonial con deuda. Se considera 0,92 según lo encontrado en el punto 5.5
- PRM : Prima por riesgo de mercado para Estados Unidos. Se considera una prima de 5,23% según estimaciones de Damodaran

Luego, reemplazando las cifras anteriores en la ecuación 4, se tiene que:

$$k_p = 1,41\% + 0,92 \cdot 5,23\%$$

$$k_p = 6,2\%$$

Por lo tanto, se tiene que la tasa de costo patrimonial es de un 6,2%

6.7. Costo de Capital

Para finalizar este capítulo, se procederá a calcular la tasa de costo de capital como el promedio ponderado de las tasas de costo patrimonial con la tasa de la deuda, para ello se utilizará la siguiente ecuación:

$$k_0 = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_b \cdot (1 - t_c) * \frac{B}{V} \text{ (Ecuación 5)}$$

Donde:

- k_0 : Tasa de costo de capital, la cual será deducida en función del resto de parámetros
- k_p : Tasa de costo patrimonial. Se considera un valor de 6,2% según lo encontrado en el apartado 5.6
- $\frac{P}{V}$: Participación del patrimonio en la estructura de capital objetivo. Se considera un valor de 92,06% según lo expuesto en la figura 30.
- k_b : Tasa de costo de la deuda. Se considera un valor de 3,968% según lo expuesto en el apartado 5.1
- t_c : Tasa de impuestos corporativa de largo plazo. Se considera una cifra de 21% como Federal Statutory rate.
- $\frac{B}{V}$: Participación de la deuda en la estructura de capital objetivo. Se considera un valor de 7,94% según lo expuesto en la figura 30.

Luego, reemplazando los parámetros en la ecuación 5, se tiene que:

$$k_0 = 6,2\% \cdot 92,06\% + 3,968\% \cdot (1 - 21\%) * 7,94\%$$

$$k_0 = 5,95\%$$

Por lo tanto, se tiene que la tasa de costo de capital de Netflix es de un 5,95%

7. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

7.1. Análisis de las Empresas Comparables

Netflix se ubica en la industria del entretenimiento, donde la posibilidad de que los clientes accedan a productos sustitutos es diversa y los consumidores mantienen una variada oferta a la cual acceder para sustituir al streaming, tales como música, podcast, videojuegos, redes sociales entre otras.

A continuación se incluye un análisis de crecimiento de las principales compañías que prestan servicio de video streaming en la industria del entretenimiento:

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 33: Crecimiento de las Empresas de la Industria de Entretenimiento

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

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.

Las empresas públicas en esta industria son grandes y con diversificados segmentos de negocio, donde en su mayoría el servicio de transmisión de contenido vía *streaming* es incipiente y a la fecha de este informe no presentan un segmento de negocio separado y/o identificable dentro de sus resultados financieros.

Con base en los resultados financieros consolidados de las compañías mencionadas para los ejercicios finalizados en 2019, se obtiene el siguiente análisis comparativo:

Figura 34: Comparación de Variables en Compañías de la Industria

2019	Amazon	Walt Disney	AT&T	Apple	Netflix
Ingresos [MM USD]	280.522	69.570	181.193	260.174	20.156
% Crecimiento en ventas	20%	17%	6%	-2%	28%
Resultado neto [MM USD]	11.588	11.584	14.975	55.256	1.867
% de Resultado neto/Ingresos	4%	17%	8%	21%	9%
EBITDA [MM USD]	43.194	16.722	65.759	82.545	12.329
% EBITDA/Ingresos	15%	24%	36%	32%	61%
ROE	19%	12%	7%	61%	25%
ROA	5%	6%	3%	16%	6%

Fuente: Elaboración propia con datos de los 10K de las Compañías para el ejercicio 2019.

Se observa que el porcentaje de crecimiento en ventas de Netflix es más cercano al de Amazon, mientras que el resto de las comparables mantiene un porcentaje menor dado que los negocios principales para estas compañías corresponden a negocios más maduros, y su nivel de crecimiento en ventas podría aumentar en los próximos años con la inversión que se encuentran realizando actualmente en el negocio de streaming. Este

es el caso de Walt Disney, quien para 2019 presenta un crecimiento de 17% en comparación con el año 2018, en el que mostró un crecimiento de 8%; parte del aumento en 2019 corresponde a la consolidación de seis meses de resultados financieros de Hulu.

De igual manera, en el porcentaje de Resultados netos en relación con los ingresos, observamos que Netflix, Amazon y AT&T se ubican en porcentajes menores al 10% mientras que las otras compañías se ubican entre el 17% y 21%.

Netflix lidera el margen EBITDA considerando su EBITDA ajustado por el efecto de la amortización de contenido (USD 9.216MM) el cual es considerable en comparación con el resto de las compañías, dado que esta amortización es el principal costo del negocio; no así para el resto de las compañías donde los activos por contenidos no son relevantes.

En cuanto a ROE Netflix presentó para 2019 un 25% y sus comparables presentan una media en torno al 16%. A nivel de ROA Netflix presentó un 6% igual a la media del ROA presentada por las comparables.

De esta manera se evidencia que debido a que los resultados financieros presentados para las compañías de la industria incluyen otros segmentos de negocio más desarrollados y maduros, se dificulta encontrar semejanzas para algunos de los ratios analizados.

7.2. Múltiplos de la Industria

Para realizar la valoración por comparables, se consideraron los siguientes ratios:

- De ganancia:
 - Price- Earnings Ratio (PE)
 - Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)
 - Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)
- De valor libro:
 - Price to Book Equity (PBV)
 - Value to Book Ratio (VBR)
- De ingresos:
 - Price to Sales Ratio (PS)
 - Enterprise Value to Sales Ratio (VS)

A continuación se muestran los ratios calculados para las empresas comparables:

Figura 35: Múltiplos de Comparables de la Industria

Múltiplos	AMAZON			WALT DISNEY			AT&T			APPLE		
	30.06.2019	30.06.2020	Promedio	30.06.2019	30.06.2020	Promedio	30.06.2019	30.06.2020	Promedio	30.06.2019	30.06.2020	Promedio
Price- Earnings Ratio (PE)	77,34	104,87	91,10	23,67	-107,64	-41,99	12,19	15,78	13,98	15,73	26,66	21,19
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	24,11	28,77	26,44	17,71	19,90	18,80	5,92	6,30	6,11	10,79	18,49	14,64
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	62,83	81,33	72,08	23,78	37,66	30,72	14,15	15,85	15,00	13,81	23,49	18,65
Price to Book Equity (PBV)	17,63	18,75	18,19	2,55	2,20	2,37	1,15	1,07	1,11	9,08	21,54	15,31
Value to Book Ratio (VBR)	9,22	10,18	9,70	1,94	1,58	1,76	1,09	1,06	1,08	4,34	8,52	6,43
Price to Sales Ratio (PS)	3,71	4,30	4,00	3,79	2,85	3,32	1,21	1,19	1,20	3,38	5,69	4,53
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	3,74	4,26	4,00	4,64	3,52	4,08	2,17	2,19	2,18	3,44	5,76	4,60

Fuente: Elaboración propia

Figura 36: Promedio y Mediana de los Múltiplos Comparables

Múltiplos	AMAZON Promedio	WALT DISNEY Promedio	AT&T Promedio	APPLE Promedio	Promedio	Mediana
Price- Earnings Ratio (PE)	91,10	-41,99	13,98	21,19	21,07	17,59
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	26,44	18,80	6,11	14,64	16,50	16,72
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	72,08	30,72	15,00	18,65	34,11	24,68
Price to Book Equity (PBV)	18,19	2,37	1,11	15,31	9,25	8,84
Value to Book Ratio (VBR)	9,70	1,76	1,08	6,43	4,74	4,10
Price to Sales Ratio (PS)	4,00	3,32	1,20	4,53	3,26	3,66
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	4,00	4,08	2,18	4,60	3,71	4,04

Fuente: Elaboración propia

Los indicadores financieros de Netflix para efectos de la valoración por múltiplo, contruidos a partir de la información financiera presentada en la Sección 4- Estados Financieros, se resumen a continuación:

Figura 37: Indicadores Financieros de Netflix

NETFLIX	
Indicador Financiero	30.06.2020
Resultado por Acción (PE) [USD]	6,09
EBITDA [MM USD]	14.216,38
EBIT [MM USD]	3.754,94
Valor Libro- Patrimonio [MM USD]	9.334,75
Valor Libro- Empresa (Pat+ Deuda) [MM USD]	25.128,91
Ingresos [MM USD]	22.628,32
Ingresos por acción [USD]	51,36
Deuda Financiera [MM USD]	15.794,16
Total Acciones [M]	440.569

Fuente: Elaboración propia

7.3. Valor de la Empresa en Base a los Múltiplos de la Industria

A partir de la mediana de los múltiplos de las comparables, se realizó la valoración de la acción de Netflix al 30 de junio de 2020.

Figura 38: Precio de la Acción Valorizada por Múltiplos

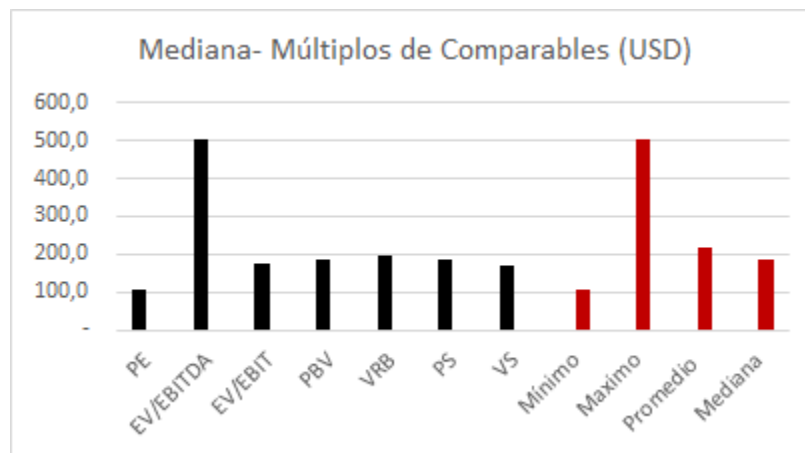
Múltiplos	Valor empresa	Patrimonio	Precio Acción
Price-Earnings Ratio (PE)	-	-	107,04
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	237.717,24	221.923	503,72
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	92.689,02	76.895	174,54
Price to Book Equity (PBV)	-	82.547	187,36
Value to Book Ratio (VBR)	102.977,8	87.184	197,89
Price to Sales Ratio (PS)	-	82.849	188,05
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	91.418,22	75.624	171,65

Fuente: Elaboración propia

7.4. Análisis de los Resultados del Método de Valoración de Múltiplos

A partir de los resultados obtenidos en la Figura 48, se obtienen los siguientes análisis estadísticos:

Figura 39: Estadísticas Sobre el Precio de la Acción



Fuente: Elaboración propia

A la fecha de valoración, el precio más cercano al valor de mercado de la acción con una desviación del 11% corresponde a los USD 503,72 obtenidos a partir del múltiplo “Valor de la Empresa/EBITDA”, el cual según Pablo Fernández²⁵ es el múltiplo comúnmente

²⁵ Fernández Pablo. (2012). Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor (3ra edición). España: Gestión 2000, Capítulo 7.

utilizado como referencia para valorar empresas de la industria del ocio o entretenimiento.

Figura 40: Desviaciones del Precio por Acción

Múltiplos	Precio Acción	Precio Mercado	Desviación
Price-Earnings Ratio (PE)	107,04	455,04	-76%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	503,72	455,04	11%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	174,54	455,04	-62%
Price to Book Equity (PBV)	187,36	455,04	-59%
Value to Book Ratio (VBR)	197,89	455,04	-57%
Price to Sales Ratio (PS)	188,05	455,04	-59%
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	171,65	455,04	-62%

Fuente: Elaboración propia

El ratio **EV/EBITDA** compara el Valor de la Compañía o “Enterprise Value” (EV) con relación al Beneficio Operativo antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortizaciones (EBITDA por sus siglas en inglés) generado por la Compañía, dando una idea de cuántas veces el EBITDA supone el EV. El EV es igual a la suma del valor de las acciones (el patrimonio) de la Compañía más la deuda neta total de la misma; por lo tanto, para llegar al valor del patrimonio es necesario restar la deuda neta total.

La aplicación de la mediana de este múltiplo (16,7x), obtenida a partir de los comparables, al EBITDA de Netflix al 30 de junio de 2020 (USD 14.216 millones) deriva un valor de la Compañía de USD 221.923 millones (USD 503,7 por acción).

Al sensibilizar el múltiplo EV/EBITDA en +/-0,5 puntos generaría un valor del patrimonio entre USD 214.815 millones y USD 229.031 millones equivalente a un precio por acción entre USD 487,6 y USD 519,9, tal como se observa en la figura a continuación:

Figura 41: Matriz de Valoración EV/EBITDA al 30 de Junio 2020

	Múltiplo EV/EBITDA		
EBITDA [MM USD]	16,2	16,7	17,2
14.216	230.609,1	237.717,2	244.825,4
Deuda [MM USD]->	15.794,16		
Patrimonio [MM USD]->	214.814,9	221.923,1	229.031,3
Num. Acciones [M]->	440.569		
USD/Acción->	487,6	503,7	519,9

Fuente: Elaboración propia

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 múltiplos. Se concluye que el múltiplo más apropiado para la industria en la que opera la Compañía según la literatura es EV/EBITDA y al utilizar este ponderador se obtuvo un precio de mercado de USD 503,7, el cual es un 11% superior al precio de mercado del día 30 de junio (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.

9. REFERENCIAS

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

Maquieira, 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

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%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

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

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>