



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Curso 2022 / 2023

ANÁLISIS FUNDAMENTAL: CASO NETFLIX

FUNDAMENTAL ANALYSIS: NETFLIX

Realizado por el alumno D. Aitor Ferrero Fernández

Tutelado por el Profesor D. Borja Amor Tapia

León, 20 de enero de 2023

MODALIDAD DE DEFENSA PÚBLICA: TRIBUNAL

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN	6
1. INTRODUCCIÓN	7
2. OBJETIVOS	9
3. METODOLOGÍA.....	10
4. MARCO TEÓRICO.....	11
4.1. VALORACIÓN DE EMPRESAS	11
4.1.1. Razones para valorar activos	12
4.1.2. Verdades sobre la valoración.....	12
4.1.3. Métodos de valoración.....	13
4.2. LA EFICIENCIA EN EL MERCADO.....	14
4.2.1. Hipótesis de los mercados eficientes: Concepto y niveles	15
4.2.2. Implicaciones de la EMH	16
4.2.3. Críticas a la EMH	16
4.3. ANÁLISIS FUNDAMENTAL: VALOR INTRÍNSECO	19
4.3.1. Definición valor intrínseco	19
4.3.2. Valor y precio	20
4.3.3. Sobre el análisis fundamental	21
4.3.4. Margen de seguridad	22
4.4. MODELO DE VALORACIÓN.....	23
4.4.1. Narrativa	24
4.4.1.1. Historia	25
4.4.1.2. Mercado	25
4.4.1.3. Competencia	26
4.4.2. Números	26

4.4.2.1.	Estructura general en el descuento de flujos	26
4.4.2.2.	Explicación de los flujos de caja.....	27
4.4.2.3.	Estimación básica de los flujos de caja a través del FCF.....	29
4.4.2.4.	Enfoques en el cálculo de la tasa de descuento: WACC.....	29
5.	APLICACIÓN EMPÍRICA: NETFLIX.....	32
5.1.	NARRATIVA	33
5.1.1.	Historia de Netflix	33
5.1.1.1.	Nacimiento y evolución del negocio.....	33
5.1.1.2.	Modelo de negocio y factores clave.....	36
5.1.1.3.	Sobre los acuerdos estratégicos.....	39
5.1.1.4.	Sostenibilidad del modelo de negocio: análisis y cambio de narrativa.....	39
5.1.2.	Mercado de Netflix	48
5.1.2.1.	Definición del mercado.....	48
5.1.2.2.	Crecimiento del mercado	49
5.1.2.3.	Volúmenes de inversión y estructura de costes de Netflix.....	52
5.1.3.	Competencia de Netflix	55
5.1.3.1.	Principales competidores	55
5.1.3.2.	Crecimiento en competencia.....	56
5.1.3.3.	Rentabilidad en competencia	58
5.1.3.4.	Inversión en competencia	60
5.2	NÚMEROS	61
5.2.1.	Free Cash Flow (FCF) de Netflix	61
5.2.2.	Coste de capital de Netflix.....	64
5.2.3.	Descuento de FCF de Netflix	65
5.2.4.	Aplicación práctica del margen de seguridad.....	66
6.	CONCLUSIONES	68
6.1.	CONCLUSIONES: MARCO TEÓRICO	68
6.2.	CONCLUSIONES: CASO PRÁCTICO DE NETFLIX	69

BIBLIOGRAFÍA 70

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1. Planes de Netflix	36
Gráfico 5.2. Mapa del ecosistema de asociación de Netflix.....	39
Gráfico 5.3. Número de abonados de pago a Netflix en todo el mundo del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones de dólares).....	41
Gráfico 5.4. Ingresos generados por Netflix del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones de dólares).....	41
Gráfico 5.5. Número de suscriptores de Netflix por región (en millones)	42
Gráfico 5.6. Número de abonados a Netflix de pago en streaming en EE.UU. y Canadá del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones).....	42
Gráfico 5.7. Ingresos mensuales medios de Netflix por cliente de pago en todo el mundo de 2016 a 2021.....	44
Gráfico 5.8. Ingresos medios mensuales de Netflix por cliente de streaming en todo el mundo en el 3er trimestre de 2022, por región (en dólares).....	44
Gráfico 5.9. Gasto en contenido de Netflix entre 2016 y 2022 (en billones de dólares) 46	
Gráfico 5.10. Distribución gasto en contenido de Netflix.....	47
Gráfico 5.11. Ingresos mundiales por transmisión de streaming SVoD (en billones de dólares)	49
Gráfico 5.12. Inversión en contenido SVoD de 2013 a 2018.....	53
Gráfico 5.13. Cuota de mercado en EEUU servicios SVoD	56

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1. Principales métodos de valoración	14
Tabla 4.2. Relación entre flujos de caja y tasas de descuento	30
Tabla 5.1. Ingreso medio por usuario SVoD (en dólares).....	50
Tabla 5.2. Principales países SVoD, por ingresos (en millones de dólares)	51
Tabla 5.3. Número de suscriptores por plataforma (en millones)	58

Tabla 5.4. Ingresos anuales de Netflix (en millones de dólares).....	58
Tabla 5.5. Margen operativo de Netflix y sus competidores.....	59
Tabla 5.6. Variación porcentual anual del margen operativo de Netflix.....	60
Tabla 5.7. Inversión porcentual en CAGR para Netflix y sus competidores (2021-2026)	60
Tabla 5.8. Tasa de reinversión de Netflix.....	60
Tabla 5.9. Proyecciones de las variables determinantes.....	63
Tabla 5.10. Cálculo de los flujos de caja libre de Netflix	64
Tabla 5.11. Cálculos para obtener el valor por acción de Netflix	66

RESUMEN

En este trabajo se lleva a cabo una valoración de empresas utilizando técnicas de análisis fundamental con el objeto de poder emitir una recomendación de inversión. Tras un marco teórico basado fundamentalmente en los trabajos de Damodaran (2017) y Fernández (2008), se aborda como caso práctico la valoración de Netflix.

Se examinan los fundamentos económicos y financieros de la empresa, y se utiliza el método de descuento de Free Cash Flow para determinar el valor de Netflix.

Tras obtener el valor intrínseco de Netflix y compararlo con el precio de mercado se concluye que la acción de la compañía está sobrevalorada, lo suficiente, según los estándares fijados, como para recomendar su venta.

Palabras Clave: valoración de empresas, análisis fundamental, descuento de Free Cash Flow, valor intrínseco, Damodaran, Pablo Fernández, Netflix.

ABSTRACT

In this paper, a valuation of companies is carried out using fundamental analysis techniques to be able to issue an investment recommendation. After a theoretical framework based primarily on the works of Damodaran (2017) and Fernandez (2008), the valuation of Netflix is addressed as a case study.

The economic and financial fundamentals of the company are examined, and the Free Cash Flow discount method is used to determine the value of Netflix.

After obtaining the intrinsic value of Netflix and comparing it with the market price, it is concluded that the company's stock is overvalued, enough, according to the standards set, to recommend its sale.

Keywords: company valuation, fundamental analysis, discounted Free Cash Flow, intrinsic value, Damodaran, Pablo Fernández, Netflix.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo se ocupa de la toma de decisiones en el mercado bursátil desde la perspectiva del análisis fundamental. Este tipo de análisis es una técnica de valoración que se basa en el examen de los fundamentos económicos y financieros de una empresa. Esto incluye el análisis de la situación financiera de la empresa, su estrategia de negocio, el mercado en el que compite, y el entorno macroeconómico en el que opera. Para comprender el fundamento del análisis desarrollado en el presente trabajo es de vital importancia comenzar definiendo el objeto de la economía financiera. Marín y Rubio (2001) la concretan como “el estudio del comportamiento de los individuos en la asignación intertemporal de sus recursos en un entorno incierto, así como el estudio del papel de las organizaciones económicas y los mercados institucionalizados en facilitar dichas asignaciones”. Esta definición refuerza la conceptualización de Merton (1998), que señala que el tiempo y la incertidumbre son los elementos centrales que influyen sobre el comportamiento económico-financiero. En nuestro caso particular, el objetivo es la asignación eficiente de unos recursos monetarios finitos en el mercado de capitales, conforme al binomio rentabilidad-riesgo. En su obra, Kolb (1987) distingue tres áreas de estudio dentro de la economía financiera; para el caso mencionaremos dos: las inversiones en activos financieros y los mercados e instituciones financieras. Queda claro que nuestro aliciente con la valoración es invertir de forma óptima, pero nos queda la incógnita del mercado, de su grado de eficiencia. Marín y Rubio (2001) señalan, entre otros, que la determinación e interpretación de los precios de los activos financieros y la valoración del riesgo configuran una parte sustancial del estudio de la economía financiera. En este apartado, los autores tratan la eficiencia informacional y la información asimétrica. En concreto, para la continuación de este trabajo, estudiaremos el sentido de la valoración como sustento para la toma de decisiones racionales en la inversión, por lo que, durante el desarrollo del trabajo, se adopta de manera fundada un supuesto para la formación de precios en el mercado financiero partiendo de la hipótesis de los mercados eficientes.

La valoración de empresas como proceso económico-financiero nos permite hallar el valor que posee una empresa. Dicho proceso cobra especial relevancia en un contexto macroeconómico de subidas en los tipos de interés, que reduce el atractivo de la renta variable, la cual presenta un riesgo creciente, inherente a las actuales circunstancias económicas. En la antesala de una potencial recesión, la valoración será la herramienta más útil para los agentes económicos. Con ella, los inversores podrán identificar aquellas

empresas infravaloradas por el mercado con el fin de lucrarse de su compraventa. Los inversores construirán una decisión racional conforme a los resultados hallados de sus valoraciones, cuya base se sustenta en los siguientes criterios: la diferencia entre el precio de valoración y el precio de cotización, el empleo de un margen de seguridad para medir la potencial divergencia en el precio (y la subsecuente decisión de compra o venta) y el grado de confianza que tenga el analista en su análisis.

El concepto de nueva economía, acuñado por el economista Brian Arthur y popularizado por Kelly (1997), presentó una tesis centrada en la aparición de un nuevo paradigma económico, que posiciona a la tecnología como base de la competitividad y el crecimiento económico. Una de las conclusiones lógicas que se derivan de las hipótesis formuladas en dicha tesis es la de una economía en crecimiento constante y permanente. La extrapolación práctica de esta teoría resultó en el crecimiento desproporcionado que experimentaron las empresas tecnológicas al final del siglo XX, seguido de un dramático desenlace, donde la mayoría de estas empresas acabaron por desaparecer. Las FAANG son las 5 tecnológicas más grandes cotizadas en el NASDAQ: Facebook (Meta), Apple, Amazon, Netflix y Google (Alphabet), las cuales muestran altos precios de cotización, ya que se les pronostica enormes tasas de crecimiento. Como parte de este poderoso grupo, Netflix también es afectado por esta narrativa. Aunque Netflix es una empresa tecnológica y debería, por tanto, tener unas altas expectativas de crecimiento, comienza a dar síntomas de desaceleración y maduración. Esto nos plantea la siguiente cuestión: ¿El precio de la acción está justificado? ¿Refleja su valor actual o unas expectativas de crecimiento poco realistas? En este trabajo se estudiará dar una respuesta razonada a este interrogante.

En consideración a lo expuesto, la valoración de Netflix se desarrolla proponiendo la siguiente estructura.

El primer apartado plantea un marco teórico como una pauta de referencia que servirá para elaborar el caso práctico. Dicho marco teórico lo conforman: la explicación del concepto de valoración, el desarrollo de la hipótesis de eficiencia en los mercados, una breve descripción del análisis fundamental, la presentación del concepto de margen de seguridad y el desarrollo del modelo de valoración propuesto. El segundo apartado se ocupa de resolver el caso práctico conforme al modelo de valoración expuesto en la teoría. Por último, extraemos una conclusión en sentido de tomar una decisión de inversión, como corolario al ejercicio de valoración realizado, según los criterios establecidos.

2. OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo es el de mostrar la utilidad del análisis fundamental para tomar decisiones en el mercado bursátil.

Las épocas de crisis suponen un gran desafío, pero también una magnífica oportunidad, por la existencia de valor escondido en el mercado no reflejado en sus precios.

Otro de los objetivos es estudiar el análisis abordándolo desde una óptica dual, diseñando un proceso de valoración en los términos que expone el profesor Damodaran en su obra *Narrative and Numbers* (2017). Tras haber caracterizado el proceso, se contribuye a su entendimiento a través de la resolución de un caso práctico.

El método del caso abre la vía al objetivo de valorar la empresa Netflix. Según el modelo de valoración que emplearemos se realizará un análisis consistente en elementos cualitativos que se procurará trasladar rigurosamente a las fórmulas financieras que se describen en la teoría.

Aunque existe una multiplicidad de métodos de valoración, hay un consenso generalizado que destaca la importancia supina de los métodos de valoración por descuento de flujos de fondos. Por tanto, el análisis versará sobre este método, clasificado en el seno de los métodos dinámicos.

Como el último de los objetivos establecidos, se justificará una decisión relacionada con la inversión después de obtener el valor de las acciones individuales de Netflix. En este caso, la decisión de invertir viene dada si detectamos un precio de mercado infravalorado o sobrevalorado, limitado por un margen razonable.

3. METODOLOGÍA

Con la finalidad de proporcionar una comprensión clara de este trabajo se utiliza el método del caso. Esta técnica didáctica consiste en transmitir con eficacia el marco teórico expuesto en la primera parte del trabajo. Así, al final de este proceso heurístico, se extraerán conclusiones que contribuirán a generar nuevo conocimiento.

En la primera etapa del trabajo, trazamos un marco teórico donde se expone el fundamento de la valoración de empresas y se propone un procedimiento para la valoración. En la segunda etapa, se valora Netflix con arreglo a los principios que asienta el marco teórico.

Las fuentes empleadas para la primera parte son, grosso modo, manuales financieros, libros cuya temática se relaciona con la valoración, artículos académicos y, en específico, el libro del profesor Damodaran *Narrative and Numbers* (2017). El modelo de valoración que proponemos se inspira en dicha obra. Otro de los autores de referencia para la elaboración del presente trabajo es Pablo Fernández, cuya impronta se refleja en varias de las elecciones tomadas para desarrollar algunos apartados.

Por el lado de la etapa práctica, la principal fuente de información proviene de la página web de Netflix, donde se consultan los estados financieros de la compañía y otras cuestiones relacionadas; para los datos de corte estadístico se utilizan, entre otros, la base de información estadística de Statista. Para consultar los datos financieros y otras métricas acerca de los competidores estudiados, se emplean los estados contables de cada compañía analizada y Yahoo Finanzas. Y para efectuar los cálculos necesarios con lo que obtener la tasa de descuento estimada, se extraen datos de la web del índice de cotización Nasdaq.

4. MARCO TEÓRICO

Esta primera etapa del trabajo se propone explicar los conceptos clave para comprender el proceso de valoración, al tiempo que sirve de eje central para alcanzar los objetivos perseguidos. Primero, expondremos el concepto de valoración, las razones para valorar un activo, y algunas precisiones sobre el proceso y sus métodos. Luego, enunciaremos sucintamente la teoría de los mercados eficientes y trataremos de proporcionar evidencias que la desmientan. Finalmente, detallaremos el concepto de análisis fundamental y plantearemos el modelo de valoración que servirá de directriz para resolver el caso práctico posterior.

4.1 VALORACIÓN DE EMPRESAS

De acuerdo con Caballer (1998), la valoración de empresas es la parte de la economía cuyo objetivo es la estimación del valor de una empresa conforme a unas determinadas hipótesis, en la consecución de unos fines concretos, a través de procesos de cálculo basados en información de carácter técnico y económico.

De lo anterior se deduce que la valoración es un proceso puramente cuantitativo. Pero de ser así no estaríamos reflejando fielmente la realidad empresarial. Con la intención de desarrollar íntegramente este concepto, incluimos el punto de vista de otros académicos. Lubián y De Luna (2001), se refieren a la valoración como la ponderación de la realidad empresarial desde un enfoque tanto cuantitativo como cualitativo, resultando en un juicio subjetivo como combinación de ambos. En otras palabras, evaluar un negocio con variables de distinta naturaleza, complementarias entre sí, que, aplicadas, conducen a descubrir la lógica subyacente al valor económico de un negocio.

Con la aclaración de un concepto que constituye el núcleo de este trabajo, solo resta puntualizar otra de las cuestiones clave que lo justifican: el valor y el precio no son lo mismo; de lo contrario, nuestro ejercicio de análisis solo sería un ejercicio dialéctico carente de utilidad real. Afortunadamente, este parece no ser el caso, o, cuando menos, algunas figuras de referencia en la materia no lo razonan en estos términos. Sin ir más lejos, Fernández (2002), afirma que una empresa puede tener un valor diferente durante un intercambio comercial entre comprador y vendedor. En este escenario, el precio es la cantidad por la que ambas partes acuerdan efectuar la operación; pero el valor de la operación para cada uno de ellos difiere. Para el caso, el valor se determina en función de la percepción individual de cada sujeto, los cuales contrapesan de forma desigual los

factores que afectan a la empresa. La distinción establecida para estos dos términos (valor y precio) es de suma importancia, e irá apareciendo a lo largo del trabajo, especialmente al abordar la eficiencia de mercado.

4.1.1 Razones para valorar activos

Según Fernández (2008), los propósitos para valorar activos se enumeran como sigue:

- Operaciones de compraventa
- Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa
- Salidas a bolsa
- Herencias y testamentos
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor
- Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers)
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa
- Planificación estratégica
- Procesos de arbitraje y pleitos

4.1.2 Verdades sobre la valoración

En su obra, Damodaran (2021) establece unas consideraciones generales sobre la valoración, con la finalidad de mostrar una perspectiva realista, a saber:

- Todas las valoraciones están sesgadas. Normalmente, cuando valoramos una empresa no partimos de un folio en blanco, sino que tenemos una opinión predeterminada; incluso la elección de la empresa no es imparcial, habrá elementos inconscientes que nos hayan llevado a elegirla sobre el resto. Esta tónica continúa durante todo el proceso. Cuando recabamos información lo hacemos de forma selectiva, esto es, dependiendo de nuestra predisposición (optimista o pesimista) hacia la empresa, por lo que existe el riesgo de tasar injustamente tanto los elementos positivos como negativos, lo que, en última instancia, desvirtuará el análisis. Sobre este aspecto del carácter humano, el autor subraya la necesidad de blindarte frente a ti mismo, principalmente reconociendo tus sesgos.
- La mayoría de las valoraciones, aunque estén bien hechas, son incorrectas. Este principio se sustenta en la incertidumbre que acompaña a la complejidad. No existe un procedimiento más adecuado que otro. Cuando partes de información

bruta es necesario filtrar; si fallas en esta etapa, fallarás en la estimación. La incertidumbre específica de la empresa señala que esta puede no avanzar como se espera. Hay empresas con un nivel de incertidumbre implícito mayor al de otras. Además, el entorno macroeconómico varía de forma impredecible. La economía puede llevar un rumbo favorable o adverso. No obstante, cuando se valora un activo, todos cargan con la misma incertidumbre. Irónicamente, incluir cada vez más información a el análisis no resulta en menor incertidumbre y mejores resultados; en muchos casos, puede incluso inducir lo contrario.

- Más simple puede ser mejor. El avance tecnológico pone a nuestra disposición todo tipo de herramientas sofisticadas para el análisis de datos. El volumen de información también ha crecido. Todo ello nos permite incorporar más detalle, afinando nuestras predicciones. No obstante, cada extracto de información específica nos obliga a asumir una hipótesis adicional, con su correspondiente potencial error, lo que genera un modelo más intrincado y opaco. Esta máxima advierte que la simplicidad maximizará el resultado; si podemos emplear tres hipótesis, no usemos cinco. En definitiva, y en consonancia con esta regla, nuestro análisis será simple. Pero que ello no induzca ningún malentendido, se busca la sencillez, no la simpleza.

4.1.3 Métodos de valoración

A la hora de elegir un método de valoración nos encontramos con una amplia diversidad. La literatura en esta materia es extensa, y podemos valorar desde múltiples enfoques, haciendo posible alcanzar interpretaciones diferentes. En vista de ello, determinaremos los métodos que utilizaremos fijándonos en las técnicas que profesan algunos autores de referencia.

Sin entrar en detalle sobre las particularidades de cada método, Fernández (2008) realiza la siguiente clasificación, encuadrando los métodos en seis grupos:

Tabla 4.1. Principales métodos de valoración

Balance	Cuenta de resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash	EVA	Black y
Valor contable	Beneficio:	Unión de	Flow	Beneficio	Scholes
ajustado	PER	expertos	Cash flow	económico	Opción de
Valor de	Ventas	Contables	acciones	Cash value	invertir
liquidación	Ebitda	Europeos	Dividendos	added	Ampliar el
Valor	Otros	Renta	Capital cash	CFROI	Proyecto
sustancial	múltiplos	abreviada	flow		Aplazar la
Activo neto		Otros	APV		inversión
real					Usos
					alternativos

Fuente: Valoración de Empresas (Fernández, 2008)

Concretamente, el citado autor (opinión que comparten otros expertos), piensa que el valor de una empresa procede de su capacidad para crear beneficio en el futuro, lo cual determina lo que está dispuesto a pagar un inversor por sus acciones en el presente. Por esta razón, sostiene que el método más apropiado a la causa de la valoración se basa en descontar los flujos de fondos futuros esperados. El referido método se enmarca en los denominados métodos dinámicos y lo desarrollaremos en los próximos capítulos.

Por otra parte, Damodaran (2006), describe tres aproximaciones: valoración intrínseca, en que el valor actual del activo son sus flujos de caja descontados; valoración relativa o por múltiplos, donde comparamos nuestra empresa con otras de una muestra cuidadosamente seleccionada, en relación con una serie de ratios (método estático); y, por último, la valoración con opciones reales, que da lugar a distintas estimaciones del valor de una empresa, en base a distintos escenarios proyectados ajustados al riesgo.

4.2 LA EFICIENCIA EN EL MERCADO

En este punto trata de resolverse una cuestión íntimamente relacionada con la justificación a este trabajo, a saber: la eficiencia de mercado. Aquello que establezca la hipótesis que desarrollaremos subsiguientemente, y las críticas que la refutan, constituirá

un punto de inflexión determinante para otorgar o negar el sentido de la valoración para tomar decisiones de inversión en el mercado bursátil.

4.2.1 Hipótesis de los mercados eficientes: Concepto y niveles

La hipótesis de los mercados eficiente (en adelante, EMH), enunciada por Fama (1970), establece el ideal de mercado, en que los precios proporcionan señales precisas para la asignación de recursos, lo que posibilita la toma de decisiones en inversiones de producción para empresas, y procura un ambiente para que los inversores puedan elegir entre los valores que representan la propiedad de las actividades de las empresas, bajo el supuesto de que los precios de los valores, en cualquier momento, reflejan plenamente la información disponible. Un mercado de estas características sería un mercado denominado “eficiente”. Así pues, el precio de un activo financiero equivale a su valor.

Este postulado parte de la idea de que todos los participantes en el mercado son racionales y, como consecuencia de sus decisiones, el mercado opera de forma eficiente. Y son racionales en la medida en que utilizan toda la información sobre el activo, produciendo, por consiguiente, un ajuste perfecto en los precios en todo momento. En esta teoría, incluso los movimientos imprevistos fruto de noticias inesperadas son resueltos en poco tiempo.

Por lo anterior, de la teoría se deduce que es imposible batir al mercado, siendo imposible obtener rendimientos superiores, ya que no existiría ningún activo infravalorado o sobrevalorado en el momento de la observación. Por tanto, la realización de una valoración con el fin de localizar las discrepancias entre el valor y el precio carece de sentido. Esta es la razón por la que los defensores del mercado eficiente elegirán invertir en índices que repliquen el comportamiento del mercado con el fin de obtener su misma rentabilidad. En otras palabras, se decantarán por la gestión pasiva de su cartera de valores.

Por otra parte, esta hipótesis también contempla la posibilidad de la gestión activa. Concretamente, el concepto “paseo aleatorio” (Malkiel, 2004), remarca que la variación de los precios debe ser aleatoria e impredecible. Y ello no es el efecto de un mercado irracional, sino todo lo contrario, ya que existen inversores que asumen un coste en tiempo y dinero para detectar aquella información que el resto desconoce. Como la obtención de esta información conlleva un componente gravoso, esperan de su uso un rédito, en forma de una rentabilidad adicional a la que el mercado ofrece. Por eso, aunque puede que no

toda la información esté sin cubrir, el esfuerzo investigador de estos inversores refuerza la hipótesis: la competencia entre ellos asegura un precio que refleje la información disponible en cada momento.

Por último, la hipótesis de los mercados eficientes desagrega el mercado en tres niveles, a saber:

- Débil: los precios reflejan la información de precios históricos.
- Intermedio: los precios reflejan, además, la información pública disponible.
- Fuerte: los precios reflejan toda la información existente, pública y privada.

4.2.2 Implicaciones de la EMH

Una vez justificada la eficiencia en el mercado a través de la hipótesis que la desarrolla, expondremos sus implicaciones.

Como evidencia Damodaran (2012) al respecto, nadie sería capaz de lograr una rentabilidad superior a la de mercado utilizando una estrategia de inversión común. Este hecho supondría la ineficacia de casi todas las estrategias de inversión, ya que:

- La valoración e investigación sería una actividad carente de sentido, pues no aportaría beneficio alguno. En el mejor de los casos, los potenciales beneficios de una búsqueda concienzuda y exhaustiva de información servirían para cubrir sus costes.
- En un mercado eficiente, una estrategia de diversificación aleatoria de valores, o de indicación al mercado, tendrían unos costes mínimos. Los mayores costes de otras estrategias, por tanto, la posicionan como una alternativa superior.
- En este tipo de mercado, una estrategia de baja frecuencia de negociación superaría ampliamente a una estrategia de negociación de alta frecuencia.

Pese a que esta debería ser la norma imperante, existen algunos aspectos que pueden poner en tela de juicio esta hipótesis.

4.2.3 Críticas a la EMH

Contra la existencia del mercado eficiente se han aportado algunas evidencias. Entre ellas, se han seleccionado aquellas que han cobrado más relevancia y las mostramos a continuación.

La primera de las pruebas sugiere que hay movimientos en los precios de mercado considerados como fenómenos en los que un activo alcanza un nivel de cotización que distorsiona completamente su valor. Cuando esta diferencia es advertida por los participantes en el mercado se procede a su corrección, la cual puede o no producirse inmediatamente. Los registros históricos muestran la sobrevaloración de activos financieros cuando se alude a las burbujas especulativas. Según la EMH los precios son impredecibles. Fenómenos como, por ejemplo, la crisis financiera de 2008, deberían ser, como el propio Fama (2008) opinaba acerca de esta cuestión, el resultado de un horizonte recesivo próximo, no de una burbuja crediticia. Y aquel no es predecible, solo apreciable en retrospectiva.

Para rebatir estas afirmaciones de Fama, se señaló la existencia de individuos que ganaron inmensas cantidades de dinero apostando contra el mercado de opciones de incumplimiento crediticio. La ocurrencia de estos hechos significaba que, en efecto, la burbuja crediticia era predecible. Los precios estaban inflados. El precio que se le atribuyó a los activos financieros en aquel entonces no era representativo de su valor. Y hubo gente que se aprovechó de esta situación.

La segunda de las pruebas se basa en la ocurrencia de anomalías en el mercado. Dichas anomalías aparecen como consecuencia de sesgos en el mercado. Por ejemplo, el “efecto enero”, fenómeno sobre el que diversos académicos se pronuncian. Ritter (1988) observa en sus investigaciones que los inversores venden a finales de diciembre muchas más acciones de lo habitual, y el embolso monetario que les genera esa venta no se coloca de nuevo en el mercado hasta principios de enero. Esta es una práctica común entre algunos inversores para beneficiarse de las pérdidas fiscales. Además, aquellos que no la practican por razones fiscales conocen de su existencia, y el efecto combinado de estas dos circunstancias consigue elevar la demanda de acciones durante este periodo. La presión alcista que le sigue incrementa los precios sustancialmente. Son este y otros fenómenos, como la reacción de los precios de las acciones ante la publicación de beneficios, los que constatan el precario control sobre la información, que aseguran tiene el mercado los defensores de la EMH.

Como el tercer bloque de pruebas, enlazándose con el anterior, tenemos la economía conductual. En este ámbito de estudio destacamos al psicólogo Daniel Kahneman, quien extrapola los resultados de su disciplina de estudio, la psicología, a la economía. Daniel Kahneman (2003) centra sus investigaciones en la racionalidad del comportamiento

humano. Sus resultados dejan entrever los múltiples defectos que padece el ser humano cuando toma decisiones, pues estas se ven influenciadas por sus emociones. Tratando el cerebro como un sistema, el investigador analiza lo que acontece en nuestra mente y cuáles son las fuentes de los pensamientos. Sobre esto, hace un descubrimiento muy importante: no estamos hechos para el pensamiento estadístico. No somos capaces de calibrar adecuadamente la magnitud de lo que conocemos, y como resultado, infravaloramos nuestra ignorancia acerca de lo que creemos saber. La evidencia recogida nos impulsa a concluir, en definitiva, que la variable de las emociones, en mayor o menor grado, es inherente al juicio humano. Cuando tomamos decisiones de inversión, por lo tanto, no somos racionales. El significado del acrónimo FOMO (Fear of Missing Out), es un claro ejemplo esta tesis. Es un ejemplo de presión social producto de la autosugestión, que se repite con frecuencia en el mercado, en la que el individuo toma una decisión desde una perspectiva puramente irracional, desde el miedo y la codicia. Su irracionalidad se expone cuando su única razón para invertir se limita a preguntarse a sí mismo qué ocurriría si un activo sube de precio mientras no se está invertido, y todo lo que dejaría de ganarse por ello. En definitiva, los rasgos del comportamiento humano expuestos explican la ocurrencia de anomalías del mercado.

Por último, ponemos de manifiesto la existencia de inversores que ganan sistemáticamente al mercado. Según la EMH, la única explicación a estos sucesos es la suerte. Pero la suerte no aplica a los inversores que generan rentabilidades sustancialmente más altas que el mercado, de forma consistente, durante un periodo de tiempo razonablemente largo. Warren Buffet, inversor de renombre, reúne estas características. Su fondo de inversión, Berkshire Hathaway, tal y como puede consultarse en sus reportes anuales de resultados, exhibe rentabilidades que, en el cómputo global para el periodo 1965-2021, superan al mercado (Berkshire Hathaway annual & interim reports, s/f).

Por último, para simplificar la concepción en torno al mercado, expresamos la idea que recoge Benjamin Graham (2008) en su libro *Security analysis*, cuando relaciona el valor intrínseco con el precio de mercado: “(...), el mercado no es una balanza sobre la que se registra el valor de cada emisión a través de un mecanismo exacto e impersonal de acuerdo con sus cualidades específicas. Más bien deberíamos decir que el mercado es una máquina de votar, en la que incontables individuos registran selecciones que son producto en parte de la razón y en parte de la emoción” (p. 70).

Por las razones presentadas, la valoración queda justificada, y, por consiguiente, nuestro análisis para determinar el valor justo que creemos le correspondería a Netflix.

4.3 ANÁLISIS FUNDAMENTAL: VALOR INTRÍNSECO

Tras demostrar que el precio puede no ser un indicador exacto del valor en el mercado de un determinado activo financiero, procedemos a explicar algunos conceptos que serán de utilidad para promover el entendimiento de la valoración.

Con anterioridad, hemos mencionado distintos métodos de valoración, bien para empresas, o bien para activos financieros. Durante el desarrollo de este trabajo le daremos prioridad a un método en específico, esto es, nos centraremos por entero en los métodos para calcular el valor intrínseco.

4.3.1 Definición valor intrínseco

Para introducir el concepto, se expondrán algunas definiciones, extraídas tras revisar la literatura existente sobre el término.

La primera definición de este término parece enunciarse en el libro *The Theory of Investments Value* (Williams, 1938), donde el autor reflexiona acerca de los factores que determinan el valor de una acción, infiriendo que estos se hallan en los flujos futuros de dividendos, que habrá que descontar sobre un periodo determinado para obtener su valor presente, habiéndose con anterioridad reflejado en la ecuación la incertidumbre de dichos ingresos futuros a través de una prima. Esto significa que un inversor que adquiriera una acción por el flujo futuro de dividendos que le reporta aumentará exponencialmente su riesgo en tanto el precio se aleje del valor al alza.

Por otro lado, precedida en la historia, está la disección del concepto que realizan Graham y Dodd (1934) en su libro *Security Analysis*. En él manifiestan el cambio de significado que ha sufrido el valor intrínseco con el avance en el tiempo, siendo el equivalente, en primer lugar, del valor contable de una empresa, lo que supone una valoración estática de la entidad; la segunda noción adoptada, y que ha sobrevivido hasta la actualidad, es el valor de la empresa como su capacidad de generar ingresos futuros. Accesoriamente, ambos autores apuntalaron en la obra *El inversor inteligente* (Graham, 2006), que no es preciso un valor único e indiscutible como resultado de cálculos de valoración, en cambio es más prudente contemplar un rango expandido de valores para atrapar el efecto de la incertidumbre en relación con los beneficios futuros. Teniendo en cuenta esta última

visión sobre el proceso de valoración, citamos la *Teoría del valor subjetivo*, desarrollada por los economistas Carl Menger, William Stanley y León Walras, en la segunda mitad del siglo XIX, enfatizando en la obra de Menger, escrita en 1871, *Principios de economía política*, que nos sirve al propósito de explicar la ausencia de un valor idóneo en el cálculo del valor intrínseco. La teoría sugiere que el valor de un bien no es inherente a sus propiedades, ni al trabajo requerido para producirlo. Análogamente, el valor de una acción no se hallaría en la empresa, en toda la extensión de esta institución conceptual. La teoría prosigue, concluyendo que el valor de un bien es, en definitiva, el producto de la importancia que el demandante le otorgue a dicho bien. En otras palabras, es la utilidad esperada, lo que se espera obtener del bien, lo que condiciona su valor. Si, nuevamente, lo extrapolamos al terreno de la inversión, encontramos un parecido con los beneficios futuros esperados en la empresa en la utilidad esperada a la que se refiere la teoría. Además, encaja con la idea Graham de modo que pueden existir varias cifras que califiquen como valor adecuado para un activo. Esto significa, como venimos advirtiendo hasta ahora, que la valoración es fruto de la subjetividad humana, que puede tomar diversas formas. No existe, por tanto, un valor erróneo, suponiendo que hagamos las cosas correctamente; subjetivo no significa arbitrario, sino diferente. En definitiva, la utilidad subjetiva determina la imputación del valor.

Un enfoque más actual del valor intrínseco lo proporciona Damodaran (2012), aunando aspectos cuantitativos y cualitativos que confieren una perspectiva holística a la valoración. El profesor define el concepto como una función de varios elementos: flujos de caja generados por el activo, el horizonte temporal proyectado para la valoración o la vida útil del activo, el crecimiento esperado de los flujos de caja, el riesgo ajustado a la incertidumbre sobre nuestras estimaciones y las expectativas macroeconómicas.

4.3.2 Valor y precio

La diferencia esencial entre ambos conceptos es que, mientras el precio es el valor objetivo, en la medida en que puede ser observado en cualquier momento, de un activo, el valor es una consecuencia del juicio subjetivo del individuo, obtenido por la aplicación de una serie de criterios discrecionales.

Para desgranar esta realidad económica, de entre los activos financieros, escogemos, como hasta ahora, las acciones como vehículo ejemplarizante. De esta manera, definimos una acción como un título representativo de una porción del capital social de un negocio.

Si, a su vez, esta acción cotiza en los mercados financieros, también adquiere la categoría de valor mobiliario. En este supuesto, la naturaleza de la acción es dual: el inversor es propietario de un negocio en la proporción en que su número de acciones representen sobre el total de acciones puestas en circulación por la entidad emisora, y, al mismo tiempo, es poseedor de un valor mobiliario que cotiza en los mercados financieros. Bajo estos términos, el precio deriva de la acción del activo como valor mobiliario sometido a pujas competitivas muy diversas, en tanto los participantes de dicha puja se caracterizan por tener distintos perfiles temporales, diversas disponibilidades de liquidez o busquen rentabilidades diferentes, es decir, inversores con motivaciones divergentes; y el valor de una acción es en cuanto fracción de un negocio.

4.3.3 Sobre el análisis fundamental

El análisis fundamental es un estilo de inversión dentro de la gestión activa de valores, consistente en el estudio de la situación económico-financiera de una compañía y de todos los factores capaces de afectarla. Dichos factores pueden ser de naturaleza macroeconómica, como las fluctuaciones del tipo de interés; o pueden ser de naturaleza microeconómica, como el grado de competencia del sector o las características de la empresa. A su vez, tiene tres principales fuentes de información: el balance, la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo.

Este instrumento resulta de gran utilidad para los fines que venimos estudiando y es el núcleo central de la toma de decisiones de naturaleza inversora. El análisis fundamental, a través de su elemento central, el valor intrínseco, nos indica la posible infravaloración en el precio de sus acciones, de la que podemos lucrarnos comprándolas o, asimismo, detectar una posible sobrevaloración para abrir una operativa en corto.

En relación con el análisis fundamental se destacan dos modalidades de inversión. La primera es la gestión pasiva, que parte de la hipótesis de la eficiencia de mercado. Esta estrategia establece la falta de necesidad para efectuar operaciones de compraventa frecuentes con valores individuales, ya que es preferible invertir en instrumentos financieros que repliquen el comportamiento del mercado. El límite de rentabilidad de esta estrategia es, por consiguiente, la rentabilidad del mercado. Por su parte, la gestión activa se ampara en la hipótesis opuesta, e impulsa al individuo a intervenir activamente en la construcción de una cartera de valores cuyo objetivo sea superar la rentabilidad ofrecida por el mercado.

Para concluir este punto, similar a lo expuesto en el apartado sobre el valor intrínseco, señalamos la estrategia que más se ha empleado para estos fines de análisis, como parte importante del análisis fundamental: el descuento de flujos de caja estimados de una empresa, que desarrollaremos con posterioridad.

4.3.4 Margen de seguridad

Como paso previo para introducir el concepto de margen de seguridad, referimos una metodología inversora que pone el foco en el valor: el *value investing*. Esta filosofía de inversión se menciona por primera vez en el libro *Security Analysis*, de Benjamin Graham y Davis Dodd, publicado en 1934.

Tal y como desarrollan en este libro, este estilo de inversión se enfoca en el valor intrínseco, basándose en fórmulas de descuento de flujos. Y a la brecha entre el valor intrínseco y el precio de mercado de un activo lo denominan margen de seguridad.

Para estos inversores, el verdadero valor de una empresa reside en su capacidad de generar beneficios para el accionista. Normalmente invierten con vistas a largo plazo, por lo que buscan negocios con ventajas competitivas duraderas, las cuales les aportan garantías con las que reforzar su idea de que el precio de mercado, a largo plazo, equivaldrá a su valor intrínseco. Los defensores de esta filosofía también se adscriben a la visión de la economía conductual que expusimos durante el desarrollo de la hipótesis de los mercados eficientes, que señala que en el mercado ocurre una sobrerreacción a los datos negativos (también a los positivos), que propicia cambios bruscos en el precio, dando lugar a un precio excepcionalmente bajo (o excepcionalmente alto), lo cual deviene en una infravaloración (o sobrevaloración) transitoria en el activo. Esta situación se resolvería con el aprovechamiento por parte de este tipo de inversor de dichos desajustes.

En consonancia con los párrafos anteriores, Graham lo menciona como un estilo de inversión defensivo en su otra obra *El inversor inteligente*, de 1949. De la misma forma, habla del margen de seguridad, el cual nombra concepto central de la inversión. La lógica que subyace al margen de seguridad es la adquisición de activos financieros por debajo de su valor intrínseco, a un descuento razonable, disminuyendo así el riesgo y maximizando el umbral de rentabilidad; es decir, es un medidor del riesgo. Su aplicación y comprensión es muy sencilla. La fórmula es la que sigue:

$$\text{Margen de seguridad} = [1 - (\text{Precio de mercado} / \text{Valor intrínseco})] \times 100$$

El resultado de la fórmula se expresa como un porcentaje que refleja el diferencial entre las variables precio y valor, al que Graham (2006) se refiere como porcentaje de descuento de un valor, como si estuviera rebajado. Lógicamente, una mayor distancia porcentual se traduce en una potencial mayor rentabilidad, o en un menor riesgo, dependiendo del punto de vista.

Como conclusión al apartado, cabe destacar que, a pesar de su sencillez, no es tan fácil calcularlo como lo es aplicar su fórmula, ya que es absolutamente dependiente de la obtención de la cifra de valor intrínseco y este puede llegar a ser bastante complejo de hallar.

4.4 MODELO DE VALORACIÓN

En este apartado procederemos a estructurar un modelo de valoración teórico que tendrá su aplicación durante el desarrollo del caso práctico que planteamos para este trabajo. Con el análisis fundamental como base, trataremos de hallar el valor intrínseco de la empresa objeto de análisis. El modelo que planteamos está integrado en dos partes bien diferenciadas, pero a las que une una lógica sólida que describiremos más adelante. La primera parte se centra en lo que denominamos narrativa; nos referimos a la segunda parte, complementaria e indisociable de la primera, como números. Nominalmente, este modelo está inspirado en el proceso para valorar una empresa detallado por Damodaran en el libro *Narrative and Numbers*, publicado en 2017. Explicaremos la naturaleza de cada parte y sus características en los siguientes puntos.

Cuando iniciamos nuestra tarea investigadora, revisando manuales, libros, textos académicos y, en resumidas cuentas, aquella información académica que nos ayudase a determinar cuál o cuáles son las técnicas y procedimientos óptimos y eficaces para darle una valoración fiable y acertada a un activo, si no somos demasiado obstinados, se podrá concluir que sencillamente no existe ningún método parecido. No deja, sin embargo, de ser revelador que este hecho no impida que unos modelos se impongan a otros. Y más tarde, este será el sustento argumentativo por el que escogemos unos métodos sobre otros. Con carácter previo, no obstante, durante nuestra andadura por determinar el mejor método, advertimos las debilidades de muchos modelos de valoración, los cuales tienen un sesgo visible hacia una tipología de análisis en específico. Hablamos de la

preponderancia de los métodos cuantitativos. Este fenómeno se pone de manifiesto en la obra que hemos citado. En síntesis, los números nos dan una cierta sensación de control y, con ellos, el analista tiene una falsa sensación de seguridad. En muchas ocasiones, les atribuimos propiedades que presentamos como un antídoto ante la incertidumbre, donde esta se rebaja hasta niveles marginales. El problema de fondo es el sentido de los números. Los números sólo pueden interpretar aspectos, como una tendencia, por ejemplo, con base en un conjunto de datos que nos informan del pasado pero no nos dicen nada del futuro, por más que nos empeñemos en que un programa matemático tiene todas las respuestas que necesitamos. Como remedio a la parcialidad de los datos, Damodaran propone, subsidiariamente, el análisis cualitativo para incluir los elementos prospectivos que requerimos, cimentado bajo el criterio subjetivo del individuo. Al final, para descontar el futuro precisamos de una visión particular del entorno que los datos por sí mismos no pueden ofrecer. Es por eso, que el analista hará acopio de las variables cualitativas que presupone mayor relevancia, y, bajo su propio criterio, según los términos previstos para este tipo de análisis, extrapolará sus conclusiones a los números, cuantificándolas. De esta forma, los números tendrán un sentido y serán el reflejo de la tesis de inversión formulada por el analista. La valoración es, en palabras de Damodaran, un puente entre las historias y los números.

En definitiva, nuestro modelo se compone de una parte cualitativa, referida a la narrativa, en la que estudiaremos la historia de la empresa, evaluaremos el sector en que opera y definiremos su competencia (tanto la actual como la prevista). Este análisis será la clave para descubrir los generadores de valor de la empresa, que son los factores que afectan a su valor de manera significativa. Así pues, dispondremos de los datos financieros históricos relevantes para conocer en profundidad la trayectoria general de la empresa, al tiempo que transformamos información no medible en números, con la finalidad de efectuar un análisis más completo e integrador. En última instancia, el valor de una empresa en el presente lo determina su futuro, y son las expectativas de un futuro concreto para la empresa lo que debemos cristalizar en valor.

Por las razones anteriores, hemos elegido este modelo. Lo desarrollamos a continuación.

4.4.1 Narrativa

El primer paso es construir una tesis de valoración, es decir, trazar nuestra narrativa. La historia que se pretende contar debe ser consistente con el pasado de la empresa, su

presente, y unas expectativas para el futuro razonables. Estudiaremos, tácitamente, la viabilidad de la historia considerando sus posibilidades, posteriormente su plausibilidad, y finalmente su probabilidad. A medida que confeccionemos y revisemos las variables decisivas en la historia, se irán perfilando los detalles, evitando incurrir en exageraciones y supuestos imposibles. Respetar estrictamente cada etapa de este proceso nos guiará hacia un resultado satisfactorio. La historia pivotará en torno a tres elementos clave: historia, el mercado y la competencia. Cada uno de ellos se desarrollará desde un marco de subjetividad moderada. Luego, como se declaró en el anterior apartado, trasladaremos nuestras observaciones a la parte numérica del análisis.

A continuación, se describen las peculiaridades de cada elemento.

4.4.1.1 Historia

En primer lugar, observamos el pasado empresarial. Cuando se trata de empresas jóvenes, este análisis está limitado; aquellas en crecimiento abastecerán de información suficiente, pero de dudosa utilidad para predecir el futuro; y las empresas consolidadas, que han alcanzado el punto de maduración en el mercado, salvo que busquen nuevas fórmulas de crecimiento, serán bastante más previsibles. De cualquier forma, en nuestra investigación del pasado de la compañía nos hemos de fijar en aspectos como: la naturaleza de los activos, los posibles cambios que hayan surgido en el equipo gestor, el crecimiento de su modelo de negocio, los segmentos del mercado en los que opera, sus fuentes de ingresos, las incursiones en nuevas líneas de negocio, los cambios en la propiedad, la rentabilidad y los márgenes operativos, y muchas otras cuestiones que descubriremos a medida que ahondemos sobre la empresa.

4.4.1.2 Mercado

En segundo lugar, trataremos de dilucidar el mercado en que desarrolla su actividad la empresa, en un sentido amplio, y, seguidamente, en sentido estricto, acotándolo. Se extraerán sus características en cuanto a tamaño, crecimiento y niveles de inversión. Asimismo, trataremos de desentrañar sus vicisitudes para hallar tendencias incipientes con la capacidad de influir sustancialmente en la estructura del mercado. El mercado puede estudiarse con relación a puntos geográficos de actividad, productos o servicios; asimismo, si se trata de un sector cíclico, si tiene alto o bajo volumen de ventas y beneficios, cómo son sus márgenes operativos, su nivel de deuda, el estándar de composición en la estructura de sus costes, sus riesgos implícitos, o las necesidades de

reinversión, ya sea en bienes de capital, como en sectores industriales, o en bienes intangibles, como en los sectores tecnológicos.

4.4.1.3 Competencia

En último lugar, delinearemos la competencia actual y estimaremos la competencia potencial en función de la naturaleza del mercado. Estudiaremos a los competidores relevantes, su crecimiento, las razones detrás de los diferenciales de crecimiento; su rentabilidad, y los motivos de diferencias de rentabilidad entre competidores; sus márgenes operativos, la media del mercado y las dispersiones entre competidores y los elementos clave que las generan; la inversión y su relación con el crecimiento.

4.4.2 Números

En este último apartado, como la siguiente etapa del modelo de valoración propuesto, intentamos hallar el valor de la empresa. Para ello, utilizaremos un método que hemos promulgado durante el transcurso del trabajo: el descuento de flujos de caja (DCF). Asimismo, es preciso recordar en este punto que el modelo propugna la consistencia global del análisis. Por este motivo, cada número incluido en las fórmulas seleccionadas tendrá su justificación. Por ejemplo, si la situación macroeconómica global nos induce a pensar que habrá una subida de tipos de interés en un horizonte temporal cercano, la tasa de descuento, como consecuencia del empeoramiento en las condiciones de la contratación de deuda para las empresas, tomará un valor alto; si a lo anterior, le añadimos una creciente incertidumbre acerca del futuro de la empresa, dicha tasa se elevará aún más. Este apartado revelará algunos métodos para calcular flujos de caja, según los objetivos perseguidos. Posteriormente, escogeremos uno de los métodos, el cual estará alineado con dichos objetivos. Además, propondremos el esquema a seguir para el cálculo de los flujos de caja. Finalmente, presentaremos distintos enfoques para hallar la tasa de descuento y utilizaremos el más conveniente para el desarrollo del caso práctico.

4.4.2.1 Estructura general en el descuento de flujos

El modelo de descuento de flujos de fondos (cash flows), trata de determinar el valor de la empresa mediante la estimación de los flujos de efectivo que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada acorde al riesgo de dichos flujos (Fernández, 2001). La expresión base de la que parten los distintos métodos de descuento de flujos es:

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

donde: CF_i = flujos de caja estimados para la empresa en i periodos; VR_n = valor residual para el año n ; k = tasa de descuento ajustada al riesgo de las estimaciones en los flujos de fondos.

Esta expresión permite una flexibilidad considerable, de modo que puede estimarse un horizonte temporal perfectamente delimitado para los flujos, que denominaremos n , a partir del cual, si es deseable, sistematizar dichos flujos para un periodo indeterminado ($n+1$) con la introducción del valor residual de la empresa en el último año de n . Lógicamente, las condiciones demandadas para una empresa a la que se le presupone un funcionamiento indefinido varían. Se busca la coherencia en los límites, principalmente de su crecimiento en ingresos, uno de los elementos determinantes para el cálculo de los flujos de caja, que se supedita al tamaño del mercado en que opera.

La siguiente expresión para el valor residual (o valor terminal) ilustra de manera simplificada lo que cabe esperar para el escenario temporal $n+1$:

$$VR_n = \frac{CF_n(1 + g)}{(k - g)}$$

; donde “ g ” representa un crecimiento constante de los flujos a partir del periodo n .

No obstante, es responsabilidad del analista estimar el valor de una empresa para un periodo indefinido, dado que tiene la oportunidad de despreciar su valor alcanzado un determinado periodo, porque, como comentábamos en el apartado anterior, la empresa necesita una ventaja competitiva duradera que le permita crecer o, al menos, mantenerse; si dicha ventaja desaparece, el valor actual de la empresa puede reducirse conforme se extiende la duración temporal estimada para el modelo.

4.4.2.2 Explicación de los flujos de caja

Un modelo de valoración basado en el descuento de flujos de caja puede formularse según la selección que hagamos de los flujos de caja. Estos pueden ser de distintos tipos y, con el fin de mencionarlos, referiremos la clasificación realizada por Pablo Fernández (2008):

1. Flujo de fondos libre (FCF). Este flujo, según Fernández (2008) es “el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos” (p. 16).

En otras palabras, es el efectivo resultante disponible para la empresa (libre de impuestos), luego de acometer las reinversiones correspondientes y proporcionarse las necesidades operativas de fondos (NOF), suponiendo que toda fuente de inversión en la empresa procede de sus propios fondos; es decir, no existe endeudamiento.

El FCF se obtiene partiendo del BAIT, del que se deducen los respectivos impuestos, y al que se suman las amortizaciones, pues su tratamiento es el de un gasto, ya que no suponen una salida real de capital (no representan un pago, solamente un apunte contable). Por último, se detraen de este resultado las necesidades de reinversión y las de fondos operativos (fondos necesarios para la continuidad de la actividad desarrollada por la empresa). Como vemos, no tenemos en cuenta en la ecuación los gastos financieros, ya que la deuda se ignora.

El desglose de la fórmula queda entonces:

$$\begin{aligned} & \text{Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)} \\ & - \text{Impuestos sobre el BAIT} \\ & = \text{Beneficio neto de la empresa sin deuda} \\ & + \text{Amortización} \\ & - \text{Reinversión (incremento de activos fijos)} \\ & - \text{Variación del NOF (Tesorería + Deudores – Proveedores – Provisiones)} \\ & = \text{Free cash Flow} \end{aligned}$$

Pese a que su interpretación teórica no considera la deuda, lo cierto es que en su realidad económica un negocio raramente prescindirá de un instrumento de financiación tan potente. Por tanto, la interpretación práctica de este método es entenderlo como unos flujos de caja, netos de carga impositiva, que servirán para canjear los compromisos de deuda contraídos, es decir, su disponibilidad se canaliza a la remuneración de aquellos con distintos intereses en la empresa, como accionistas o proveedores de deuda, principalmente. Con la no inclusión de la deuda la fórmula centra sus esfuerzos en medir el rendimiento económico de los activos de la empresa libre de impuestos.

La exposición de este método es ligeramente más detallada que la del resto, por el simple hecho de que será la base conductora de nuestra valoración sobre el negocio estudiado.

2. Flujo de fondos para los accionistas (CFac). Se trata de aquellos fondos disponibles enteramente para los accionistas. Su cálculo pasa por deducir de los FCF los pagos periódicos de la deuda, después de impuestos: $\text{FCF} - [\text{intereses}]$

pagados $\times (1-t)$] – pagos del principal; y añadir los fondos procedentes de nueva deuda.

El remanente resultante de estas operaciones beneficiará a accionistas a través de distribuciones de dividendos, siendo estos un flujo directo hacia los tenedores de acciones; o con la recompra de acciones, motivadas por el potencial de revalorización en el precio de las acciones al retirarse del mercado acciones comerciables.

3. Flujo de fondos para la deuda (CFd). Este flujo se compone de la suma de los gastos financieros devengados por la deuda más su amortización periódica (intereses + principal).
4. Capital cash Flow (CCF). Lo constituyen el cash Flow para los proveedores de deuda y el cash Flow para los accionistas. A diferencia del FCF, el CCF considera el efecto del ahorro fiscal de la deuda. Como consecuencia de esto, es posible que el valor resultante de la aplicación de CCF sea mayor que el valor de aplicar el FCF.

4.4.2.3 Estimación básica de los flujos de caja a través del FCF

Damodaran (2017) condensa el cálculo de los flujos de caja libre en la siguiente expresión básica, que utilizaremos más tarde:

$$\text{FCF} = [\text{Ventas} \times \text{Margen operativo} \times (1-t)] - \text{Reinversión}$$

; siendo t la tasa impositiva.

Como vemos, calculamos el margen operativo antes de impuestos y lo multiplicamos por las ventas, obteniendo así el resultado operativo antes de impuestos. Después de aplicar la tasa impositiva correspondiente, restamos la reinversión, variable estrechamente ligada al crecimiento de los ingresos.

4.4.2.4 Enfoques en el cálculo de la tasa de descuento: WACC

En función del flujo de caja que se utilice para realizar el descuento se atribuye una tasa de descuento apropiada. Esta relación la recoge Fernández (2008) en el siguiente cuadro:

Tabla 4.2. Relación entre flujos de caja y tasas de descuento

FLUJOS DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital cash flow	WACC antes de impuestos

Fuente: Métodos de valoración de empresas (Fernández, 2008).

En nuestro caso, calcularemos el flujo de fondos libre (FCF), por lo que utilizaremos el WACC (coste ponderado de los recursos, tanto propios como ajenos), la tasa de descuento apropiada. Partimos de la siguiente fórmula (Fernández, 2008):

$$WACC = \frac{E k_e + D k_d (1 - T)}{E + D}$$

Donde:

D: Valor de la deuda en el mercado

E: Valor de las acciones en el mercado

k_d : Coste de la deuda antes de impuestos

T: Tasa impositiva

k_e : Rentabilidad exigida por los accionistas

El WACC examina la proporción que representan la deuda y los fondos propios sobre la estructura de capital de la empresa. En base a ello, pondera el coste de la deuda (K_d) y el coste de las acciones (K_e). El coste de la deuda es la rentabilidad que le exigen a la misma sus proveedores: mientras que el coste de las acciones es la rentabilidad que los inversores le exigen a las acciones. La media ponderada de ambos se denomina coste de capital.

El coste de la deuda (K_d) puede extraerse fácilmente si se divide el gasto financiero por intereses de deuda de la empresa entre la totalidad de su deuda. También podríamos fijarnos en los bonos corporativos y su rentabilidad. Con todo, a efectos de explicar la configuración de este coste, citaremos a Damodaran (2021) que propone la fórmula siguiente:

$$\text{Coste de la deuda después de impuestos} = (\text{Tasa libre de riesgo} + \text{Margen de incumplimiento}) (1 - \text{Tasa impositiva marginal})$$

El componente llamativo en esta ecuación es el margen de incumplimiento. Un prestamista asume un riesgo con la posibilidad de no recibir sus legítimos pagos, en este caso, de intereses y reembolsos del principal. Es por eso que establecen garantías frente al riesgo, de manera que puedan blindarse adecuadamente. Al prestar dinero a una compañía, se estima su riesgo inherente, reflejado a través de lo que se denomina *margen de incumplimiento*. Por tanto, un mayor riesgo percibido para el negocio, se traduce en un incremento de este margen que, sumado a la tasa libre de riesgo (variable fija), resulta en un mayor coste de la deuda. Normalmente, se puede consultar dicho margen a través de agencias de calificación de deuda corporativa, como S&P o Moody's.

Por otro lado, la rentabilidad exigida por los accionistas (k_e), según Fernández (2008), puede estimarse mediante alguno de los siguientes métodos:

a) Modelo de Gordon y Shapiro:

$$K_e = [(\text{Dividendos del periodo siguiente} / \text{precio actual de la acción}) + \text{crecimiento anual dividendos}]$$

Este método es ideal cuando la empresa reparte dividendos regulares a sus accionistas. Normalmente esto sucede en empresas cuyo ciclo de vida se encuentra en fase de maduración.

b) Modelo CAPM (capital asset pricing modelo):

$$K_e = R_f + \text{beta} (R_m - R_f)$$

siendo:

- R_f : Tasa de rentabilidad libre de riesgo o coste de oportunidad.

Normalmente se utilizan los bonos de deuda pública a 10 años.

- Beta: Beta de la acción o riesgo relativo

Indica la sensibilidad del precio de la acción de una empresa ante variaciones en el precio general del mercado. Es un indicador del riesgo singular de una empresa, si todo lo que tomamos en cuenta para medir dicho riesgo es la volatilidad en el mercado del precio de sus acciones. Este parámetro se obtiene retrospectivamente, dando lugar a potenciales errores. Para compensar dichos errores suele intercambiarse la beta obtenida de forma regresiva por la beta promedio del sector o sectores en que compita la empresa.

- R_m : Rentabilidad del mercado
- $R_m - R_f$: Prima de riesgo del mercado

Recoge la diferencia entre la rentabilidad de la renta variable sobre la renta fija.

La rentabilidad exigida por el accionista (K_e) refleja sus expectativas acerca del comportamiento esperado para una empresa. Dicha rentabilidad depende de una serie de variables asociadas al riesgo. Estas variables pueden afectar a todas las empresas (tipos de interés), a las empresas de un sector (políticas regulatorias), o a la empresa individual (riesgo financiero). Con todo, la empresa debe centrar sus esfuerzos en la creación de valor para sus accionistas, que se produce, en este caso, cuando la rentabilidad real supera a la rentabilidad esperada.

5. APLICACIÓN EMPÍRICA: NETFLIX

Tras el desarrollo de un marco donde explicamos los aspectos teóricos conexos a la motivación de este trabajo, así como la metodología a seguir, aplicamos dicho marco teórico a un caso práctico. La empresa seleccionada para resolverlo es Netflix. Las razones para esta elección son dos. La primera se debe a la alta volatilidad de sus acciones, ya que, desde su precio máximo histórico de cotización alcanzado hace aproximadamente un año ha perdido un 60% de su valor, llegando a perder un 75% con el mínimo respecto a su pico máximo de cotización. Esta situación nos plantea la cuestión de si el precio está por debajo de su valor y, por tanto, existe una oportunidad de inversión, o si, por otro lado, simplemente estaba inflado y actualmente se encuentra en proceso de ajuste a las nuevas expectativas del negocio, por lo que sería prudente proceder con cautela. La segunda de las razones tiene relación con la extensión del modelo de negocio de Netflix, que apunta a nuevos mercados, esta vez adentrándose en el mercado de la publicidad. En

vista de esta información, reconfiguramos el valor para Netflix analizando cómo su nueva situación puede afectar a sus ingresos, a las expectativas de crecimiento, y a su posición en el mercado.

La valoración de Netflix se fundamenta en la filosofía de valoración del profesor Damodaran, que hemos expuesto en la parte teórica. Como enfatizamos entonces, el proceso se divide en una parte centrada en lo cualitativo, la narrativa, y en una parte reservada para lo cuantitativo, los números.

5.1 NARRATIVA

La primera de las dos partes del proceso de valoración consiste en establecer una evolución histórica sobre Netflix, coherente con su pasado, y el contexto presente, además de dibujar un futuro verosímil. En la teoría se describen los aspectos distintivos de esta narrativa.

El primer paso es identificar la actividad que desarrolla la compañía, su evolución a lo largo del tiempo, y su modelo de negocio en la actualidad. Seguidamente, se analiza el mercado en que opera Netflix, su estructura y naturaleza, los determinantes para su crecimiento y perspectivas. Para terminar, comparamos a Netflix con sus competidores más cercanos para delimitar las tendencias de parámetros como el número de suscriptores o los márgenes operativos que conforman el estándar del sector, con el objetivo de avalar nuestras predicciones sobre el futuro de la compañía. El producto final de recopilar información trascendental para estos fines es nuestra narrativa, que debería contener una imagen global de Netflix. Esta imagen será el sustento para la estimación de los números.

5.1.1 Historia de Netflix

Este aspecto es la parte más descriptiva del análisis de la compañía, ya que se centra en su pasado. Nos referiremos a sus inicios y la transformación adaptativa de su modelo de negocio, de su contenido y los acuerdos comerciales, y finalmente de la sostenibilidad de su modelo de negocio y sus nuevas apuestas.

5.1.1.1 Nacimiento y evolución del negocio

La idea fue concebida por los fundadores Reed Hastings y Marc Randolph en 1997, al percatarse del tremendo potencial del DVD como formato frente al VHS, el formato de vídeo de la época. Dado que este nuevo formato podría ser más fácil de distribuir y, además, permitía ver las películas con una calidad de imagen comparativamente superior,

proponen alquilar películas en DVD, previa solicitud online del usuario, a través del correo postal. Con esto en mente, en 1998 lanzan el primer sitio web de alquiler y venta de DVD: netflix.com. En aquel entonces, el formato era reciente y solo el 1% de los estadounidenses poseían un reproductor de dicho formato. Pese a ello, lograron 100 pedidos en las primeras 24 horas.

En 1999, Netflix rota hacia un servicio de suscripción que permite alquilar un número ilimitado de DVD, aunque con límite de 4 películas en posesión. Además, suprime la fecha de entrega y las multas por retraso en la devolución, modelo profundamente arraigado en los videoclubs de la época. Esta medida tuvo éxito y atrajo muchos suscriptores.

En el 2000 implementó un algoritmo que remitía recomendaciones personalizadas, en base a la valoración de los suscriptores de títulos anteriores para predecir sus futuras elecciones.

A partir de entonces, la empresa comenzó a crecer y a cerrar tratos con otras empresas, como Toshiba y Sony. No obstante, pese al éxito obtenido, les surgieron temores sobre si grandes empresas como Amazon, Walmart o Blockbuster replicarían su modelo de negocio. Por ello, intentaron negociar infructuosamente con Blockbuster una alianza estratégica. En aquella época, Blockbuster era el líder en el mercado de videoclubs, por lo que si competían directamente con Netflix hubieran causado severos problemas a la compañía, hasta el punto de poner en riesgo su negocio. Pero esta empresa no compartía la misma visión sobre el futuro del sector que Netflix, y no le hizo la competencia solo hasta que fue demasiado tarde. Durante este año comienza a adoptarse crecientemente el formato DVD como consecuencia del abaratamiento de la tecnología de sus reproductores.

En 2002, Netflix sale a bolsa (\$NTFLX), al precio de 1\$ por acción y logra vender más de 75 millones de dólares. Esta financiación le permite cerrar tratos con grandes productoras de películas con el objetivo de engrosar su catálogo. Para 2006, contaba con 5 millones de suscriptores en su plataforma.

Durante el camino, Blockbuster y Walmart intentaron hacerse un lugar en el mercado, iniciando una guerra de precios; pero Netflix se limitó a mejorar la calidad de su servicio y al final desistieron de su idea.

En 2007, tras la cancelación masiva de suscripciones, debido principalmente a la irrupción de nuevas tecnologías y la masificación en internet, que provocó que las personas cambiaran su forma de consumir contenidos, Netflix tuvo que reinventarse. El CEO de la compañía, Reed Hastings, ya había anticipado esta situación y llevaba varios años replanteándose la manera de acceder al consumidor moderno. Por esta razón, en 2007, presentó un servicio de streaming que permitía ver series y películas al instante. Los suscriptores no tendrían que esperar la llegada de DVDs a la puerta de sus casas y podrían acceder al contenido siempre que quisiesen.

Aunque en sus inicios el streaming era una opción limitada, ya que solo podía visualizarse por ordenador y, además, el catálogo estaba compuesto por películas muy antiguas, las cuales la gente, previsiblemente, habría visto cientos de veces. Sin embargo, a partir de 2008, Netflix lleva a cabo varias asociaciones con marcas de electrónica para ensanchar las opciones de dispositivos desde los que reproducir su contenido.

Conforme pasa el tiempo, la compañía se internacionaliza, lanzando su oferta a diferentes áreas geográficas, expandiendo así su modelo globalmente. Al mismo tiempo, planifica una estrategia a largo plazo basada en acuerdos con Disney y Sony para adquirir los derechos exclusivos de contenido con los que ampliar la variedad de su catálogo de streaming. Estas iniciativas le proporcionaron aumentos de suscriptores.

Pero no todas las decisiones eran buenas, en 2011 anunciaron una subida de precios del 60% y la retirada del mercado de los servicios en DVD, decidiendo enfocarse íntegramente en el streaming con la migración de su contenido a una nueva plataforma llamada “Quickster”. Esta propuesta no prosperó, sufrió la desaprobación general y supuso la pérdida de suscripciones. A pesar de ello, Netflix dio una rápida respuesta, que resultó en la suspensión de sus planes. Consecuentemente, asumieron su error, pidieron disculpas y centraron sus esfuerzos en seguir mejorando la calidad del servicio.

Netflix seguía creciendo, pero no se confió: sabía que era cuestión de tiempo que la competencia, sobre todo las grandes cadenas de TV quisieran su porción del mercado. Este contexto dejaría a Netflix sin la mayor parte de los derechos que poseía sobre sus películas y series. Así las cosas, en 2013, comenzó a crear contenido exclusivo propio para la plataforma. Aparte, las series producidas no serían lanzadas paulatinamente, a razón de un episodio semanal, con el fin de mantener la expectación, tal y como hacía la televisión, sino que se lanza toda la temporada de golpe, el mismo día de su estreno. Otra aparente mala decisión que hoy en día se ha convertido en la insignia de la plataforma.

A partir de entonces, Netflix sigue expandiéndose, añadiendo funcionalidades a su plataforma que añaden valor para sus usuarios, además de personalizar su experiencia. Sus ingresos aumentan de manera proporcional al incremento en su número de suscriptores y gran parte de su inversión proviene de la creación de contenido propio.

Con la llegada del Covid-19, Netflix alcanzó la cifra de 180 millones de suscriptores (para entonces ya operaba en casi todos los países del mundo). Esta coyuntura produjo un crecimiento acelerado, al margen de cualquier previsión, de su cantidad de suscriptores, y se tradujo en una importante revalorización de su precio de mercado, alcanzando transitoriamente una capitalización bursátil (187 mil millones de dólares) superior a la de Disney.

En la actualidad, las expectativas de crecimiento desbocadas que parecía tener en aquellos días se han calmado y su precio ha revisado a la baja su valoración.

5.1.1.2 Modelo de negocio y factores clave

Netflix es una plataforma de transmisión de contenido bajo demanda por suscripción cuyos ingresos provienen en esencia de cuatro planes simples: básico con anuncios (incorporado recientemente), básico, estándar y premium.

Gráfico 5.1. Planes de Netflix

	Básico con anuncios	Básico	Estándar	Premium
Precio al mes	5,49 €	7,99 €	12,99 €	17,99 €
Calidad de vídeo	Buena	Buena	Muy buena	Excepcional
Resolución	720p	720p	1080p	4K+HDR
Multidispositivo: TV, ordenador, teléfono móvil y tableta	✓	✓	✓	✓
Descargas	—	✓	✓	✓

Fuente: Netflix.com

Son varios los factores que hacen de Netflix un negocio exitoso. A continuación, enumeramos y matizamos los más relevantes para determinar su valor:

- **Socios.** Los productores del contenido disponible en Netflix son fundamentales para la supervivencia del negocio. La adquisición de los derechos de producciones a través de asociaciones y acuerdos con las productoras constituye una parte sustancial de su contenido.
- **Actividades y recursos.** A pesar de los socios, esta situación lleva una tendencia de reversión desde el momento en que Netflix comenzó a crear su propio contenido, a partir del cual las producciones originales suponen gradualmente mayor cuota de su oferta comercial. Esta es una de sus actividades más costosas, y el producto resultante su activo de mayor valor.
- **Relación con clientes.** Netflix ofrece una amplísima biblioteca de contenido licenciado y propio a sus usuarios. En sinergia con esto, y en consonancia con su objetivo de retener y fidelizar a sus clientes, la compañía cuenta con una pormenorizada base de datos sobre cada usuario, en donde recopila y almacena información que decanta para conocer sus preferencias. La compilación de estos datos atiende a una serie de métricas que miden, registran y clasifican diferentes acciones del usuario. De esta manera, se pretende mantener ocupado (o enganchado) al usuario para que no abandone la plataforma, por medio de recomendaciones constantes adaptables a sus gustos. Además, realizan test A/B periódicos, no solo para saber qué contenido recomendarte, sino cómo mostrártelo.

Los dos elementos mencionados, variedad y conocimiento profundo del usuario, son las herramientas clave con las que Netflix logra que los usuarios paguen mes tras mes su servicio.

- **Mercado.** Profundizaremos más tarde sobre este aspecto. Pero parte del éxito que se le atribuye a este modelo de negocio radica en el gigantesco mercado que se le pronostica.
- **Costes.** La producción licenciada es significativamente más asequible en términos económicos que una producción iniciada desde cero. El grueso de la inversión, hasta hace poco, se concentraba en la adquisición de contenido. Como hemos mencionado, la tendencia en este concepto ha cambiado: el contenido producido por la compañía es cada vez más representativo en su oferta comercial,

comparativamente. Como las producciones propias son bastante más costosas, se traduce en un incremento sustancial de la inversión. Si además consideramos la extensa variedad, consecuencia de actualizar su biblioteca de material audiovisual con nuevos títulos, que ofrece Netflix, y que parece seguirá ofreciendo, las necesidades de inversión se acrecientan. Más tarde veremos la realidad en el sector sobre este punto.

- **Ingresos.** Procedían exclusivamente por suscripciones a su servicio de streaming, consistentes en tres planes de suscripción. Ahora son cuatro, y este tiene vinculado anuncios. El plan con anuncios es, por tanto, una fuente de ingresos adicional en línea con su modelo hasta el momento, en la medida en que permite a rentas más bajas acceder al servicio, aunque con restricciones, y por consiguiente ensanchar su público objetivo; y, por otro lado, es la entrada al mercado de la publicidad. No olvidemos el segmento de los DVD, operativo todavía en los Estados Unidos que, aunque en declive, recibe ingresos. Por su escasa importancia sobre el total de ingresos en la compañía, apenas haremos una mención. En los próximos apartados, medimos cómo repercute esta decisión en las expectativas del negocio y consecuentemente en los ingresos. Del mismo modo, veremos brevemente cómo abre las posibilidades de su negocio, por conculcar esta decisión con el mensaje que siempre han lanzado desde la compañía.
- **Propuesta de valor.** Si bien este elemento evoluciona, como exponemos en el primer punto de esta sección, hay un viraje relativamente reciente. Las pretensiones de la compañía es dar al consumidor entretenimiento en tiempo y forma. Pero ahora el ofrecimiento se eleva hasta el contenido personalizado. Se alude aquí a cómo Netflix, sabiendo lo que generalmente gusta a sus usuarios, produce contenido que se adapta con alta precisión a la demanda existente. Con la replicación generalizada de un modelo de negocio que le brindó el éxito pasado, la propuesta de valor actual redundante, por tanto, en el contenido exclusivo que produce, poniendo especial énfasis en los criterios bajo los que se produce.

5.1.1.3 Sobre los acuerdos estratégicos

Gráfico 5.2. Mapa del ecosistema de asociación de Netflix

Fuente: Partnerbase.com

Aparte de las numerosas alianzas con varias marcas que Netflix ha entablado hasta el momento y sus fines, no nos detendremos en el análisis de cada una de ellas, sino en la dinámica dominante con las asociaciones más relevantes para la compañía. A este propósito, definimos dos casos. El primero concierne al contenido, y se destaca la capacidad de construir alianzas con los agentes que posibilitan su fabricación, como los productores de películas, animadores, escritores y un largo etcétera, de los que recibe contenido, bien mediante licencias, o bien a través de una colaboración directa para producirlo. El segundo de estos casos se refiere a cómo se transmite dicho contenido, ya que son fundamentales las alianzas con proveedores de servicios a internet. Sobre esta cuestión señalamos, a modo de ejemplo, la relación de *coopetencia* entre Netflix y Amazon, en la que Netflix es uno de los mayores clientes de la infraestructura en la nube de Amazon AWS. Esto se debe a que, de esta manera, es menos costoso que crear y gestionar su propio centro de datos, ya que pueden centrarse de forma íntegra en la mejora de su oferta comercial.

5.1.1.4 Sostenibilidad del modelo de negocio: análisis y cambio de narrativa

La sostenibilidad de un modelo de negocio depende de una ventaja competitiva duradera. Una de las grandes ventajas que siempre han respaldado a Netflix ha sido el hecho de ser el primero en introducirse en un mercado sin explotar. Sin embargo, la competencia está afluyendo en grandes cantidades y ello resta competitividad a Netflix, debilitando la principal ventaja que poseía.

Otra de las fuertes ventajas que posee es la imagen de marca que ha construido. A diferencia del resto, es una empresa consolidada en el sector con una rentabilidad superior a su competencia, y esto se debe a la gestión de su marca, a la que se ha dotado de un gran valor añadido, impulsado por los puntos fuertes de la compañía

Atendiendo a este hecho, y a la evolución del negocio que hemos explicado en los apartados anteriores, se desprende la gran capacidad adaptativa de la marca, respondiendo con alta efectividad a la demanda variable que caracteriza a los consumidores de este voluble mercado. Se puede asegurar, por tanto, la alta competencia de su equipo gestor, pues su capacidad queda sobradamente probada durante los 25 años de vida de la compañía, encauzando una estrategia ganadora. Es por ello, por lo que confiamos en que sigan tomando buenas decisiones o, cuando menos, no adopten decisiones que puedan dañarles fatalmente.

Habiéndose argumentado aquellos hechos que han llevado a la compañía a ser la líder en su sector, procederemos a cuestionar la sostenibilidad de su modelo de negocio, con arreglo a los nuevos hechos recientemente acaecidos, apoyándonos en algunos datos, y valorando las nuevas perspectivas para Netflix, que tienen el poder para cambiar la narrativa que seguían hasta el momento.

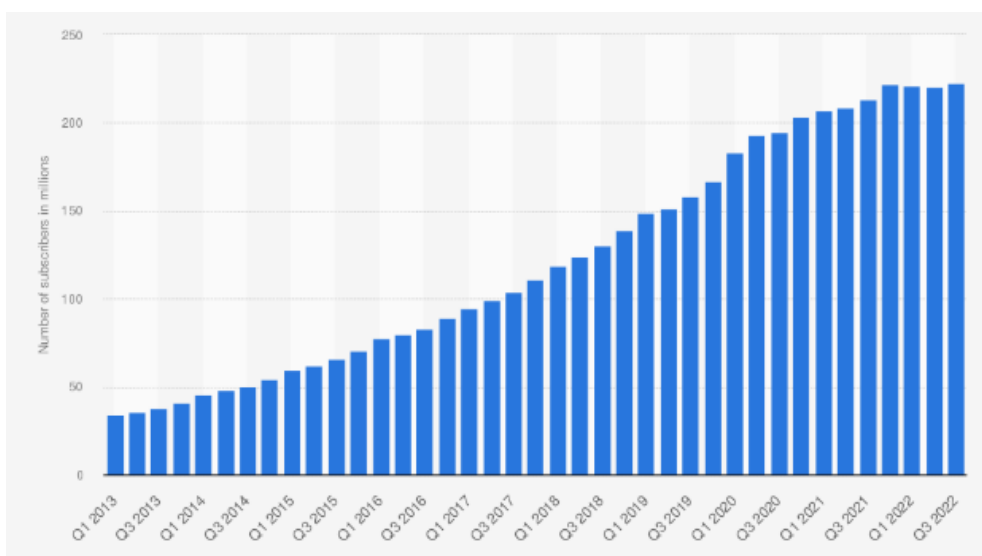
Primero, realizaremos una radiografía de los ingresos. Hasta hace poco, los ingresos se relacionaban íntimamente con las suscripciones, y su crecimiento se medía en términos de estas. Sin embargo, en la carta trimestral de accionistas del 18 de octubre de 2022, Netflix aseveró que el número de suscripciones dejará de ser la métrica principal por la que se guíe el crecimiento, y ese lugar lo ocuparán los ingresos, debido a las nuevas fuentes de ingresos que han añadido (publicidad) y que pretenden seguir desarrollando. A continuación, analizaremos la procedencia de los ingresos actuales y futuros.

En primer lugar, sus ingresos actuales provienen mayoritariamente de su servicio de suscripción, basado en los planes que presentamos en el punto 5.1.1.2, que Netflix segmenta, principalmente, en dos mercados: el streaming doméstico, que consiste en contabilizar los ingresos por las cuotas mensuales de membresía en su servicio de streaming en Estados Unidos y Canadá; y la transmisión internacional, que cumple la misma función, pero para el resto de países en los que opera. Existe un tercer segmento, el de los DVD en la economía doméstica, mencionado con anterioridad, que suponen una parte marginal de sus ingresos. Este segmento es una reminiscencia operativa de lo que fuera su antiguo modelo de negocio, consistente en enviar DVD en formato físico por

correo a sus suscriptores. Observamos una clara tendencia hacia una desaparición gradual («Reporte anual 2021», 2022, p. 20).

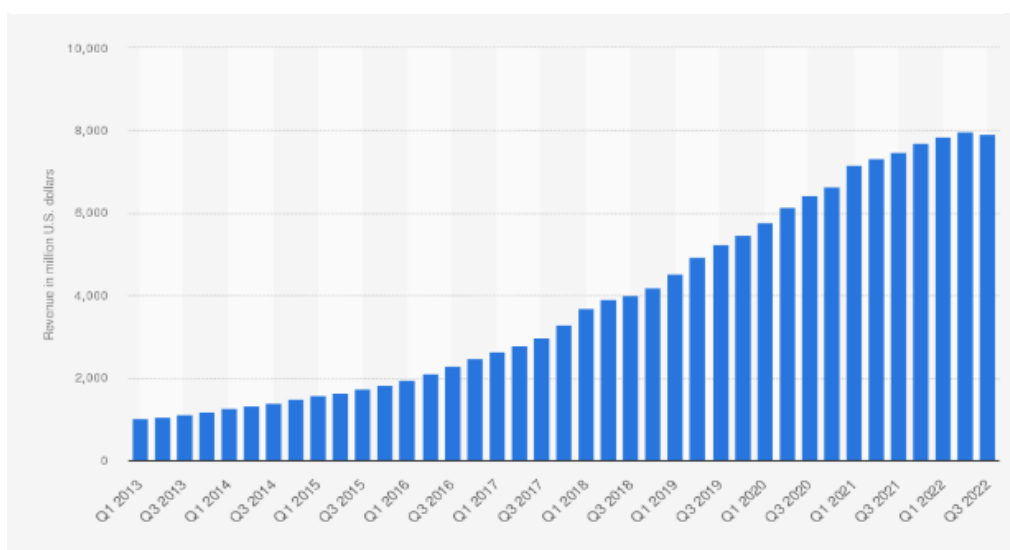
En consonancia con esto, presentamos las siguientes estadísticas para ilustrar gráficamente la estrecha relación entre ingresos y suscriptores. Fijémonos en la distribuciones del histograma para el mismo periodo observado en ambos parámetros.

Gráfico 5.3. Número de abonados de pago a Netflix en todo el mundo del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones de dólares)



Fuente: Statista (2022).

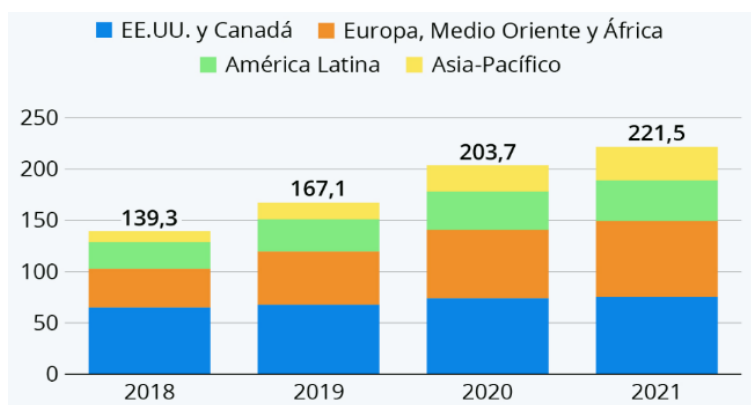
Gráfico 5.4. Ingresos generados por Netflix del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones de dólares)



Fuente: Statista (2022).

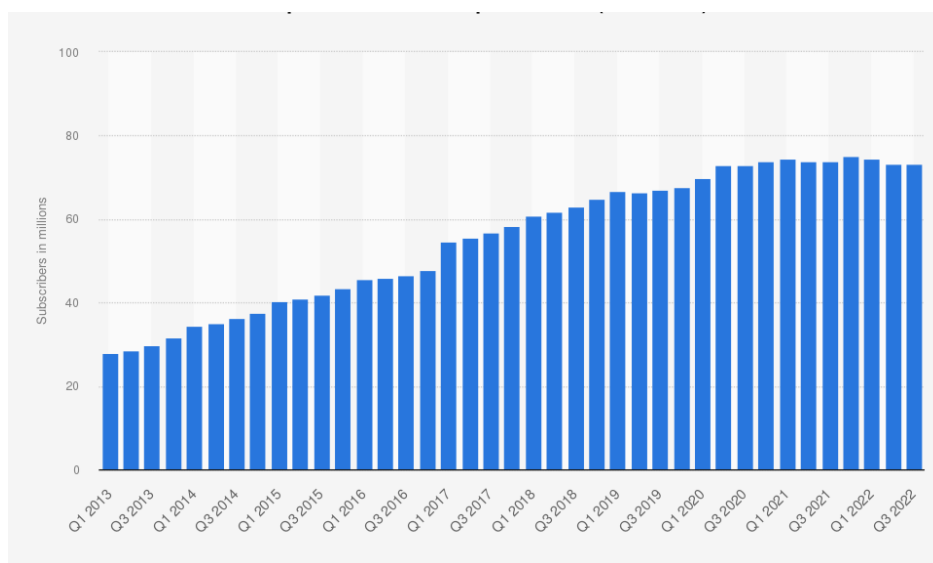
Respecto a los dos primeros segmentos mencionados, realizaremos algunas precisiones. Según Statista, el mercado doméstico, que comprende toda norteamérica, era el más grande hasta hace poco, ya que ha sido ligeramente sobrepasado por el mercado que engloba a Europa, Medio Oriente y África. La tendencia de crecimiento en el número de suscriptores para esta zona geográfica parece haberse ralentizado en los últimos años y se mantiene estable. Por tanto, es acertado concluir que es un segmento de mercado que ha alcanzado su maduración, como se observa en el gráfico 5.6.

Gráfico 5.5. Número de suscriptores de Netflix por región (en millones)



Fuente: Statista (2022).

Gráfico 5.6. Número de abonados a Netflix de pago en streaming en EE.UU. y Canadá del 1er trimestre de 2013 al 3er trimestre de 2022 (en millones)



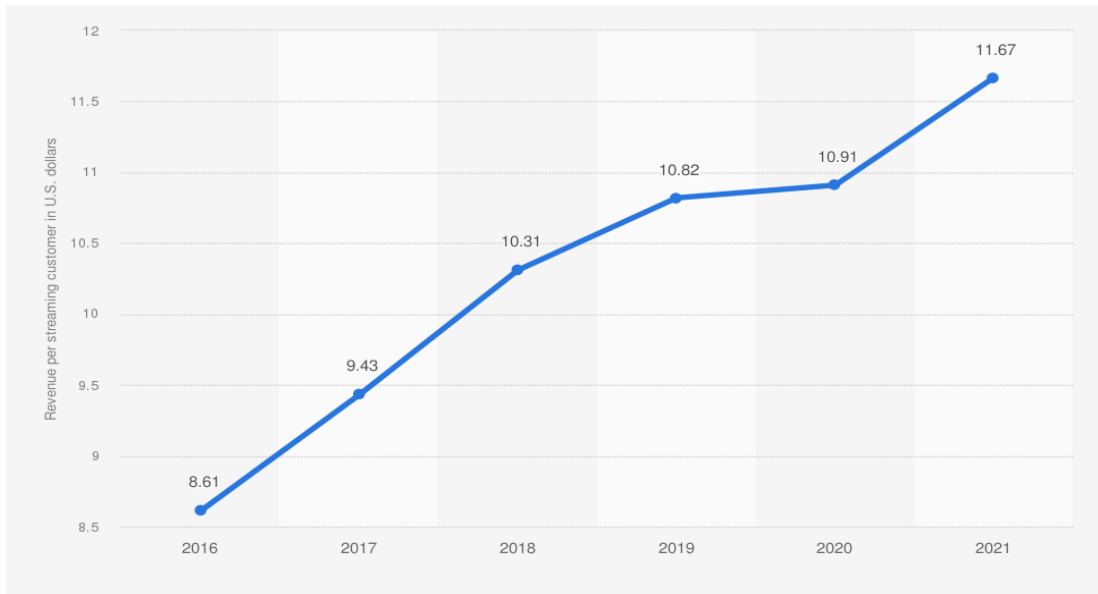
Fuente: Statista (2022).

Con respecto al mercado internacional, como vemos en el Gráfico 5.5, le queda más impulso y crecimiento, sobre todo en el continente asiático. El crecimiento de ingresos por suscripciones vendrá por la adopción del servicio en este mercado.

En segundo lugar, haremos una puntualización sobre las cuentas compartidas. El argumentario estriba en que si se elimina la funcionalidad que permite compartir cuentas significará que aquellas personas que aprovechaban el servicio de esta manera totalmente gratuita se convierten en potenciales clientes. El pretexto que utilizaba Netflix, en su carta trimestral para los accionistas del 19 de abril de 2022, era culpar explícitamente a esta práctica extendida de los malos resultados del trimestre; aunque veladamente aludía a la competencia como parte del problema. En la segunda hoja del mismo documento, tras señalar los 222 millones de suscripciones que se habían logrado a la fecha del escrito, hace una estimación de 100 millones de hogares que aprovechan el servicio a través de las cuentas compartidas. Al final de la página sexta de la carta de accionistas ya referida, del Q3 de 2022, habla nuevamente de esto, declarando que el programa para monetizar estas cuentas comenzará a principios de 2023. También, y esto es particularmente interesante, esperan que esta medida sea popular en especial en aquellos países donde su último plan de suscripción con anuncios tenga una alta recepción. Con estas palabras, está claro que aspiran al segmento de mercado con bajo poder adquisitivo para ensanchar el mercado. Aún no se conoce con certeza el suplemento adicional a pagar por este concepto, pero en una sección de la página de Netflix hablan de alrededor de 3 dólares de media (*Paying to Share Netflix Outside Your Household*, s. f.).

En tercer lugar, contemplamos la subida de precios como otra vía para generar más ingresos. Sobre esto, es lógico pensar que el servicio se encarecerá cada cierto tiempo, sobre todo en planes más completos, como el estándar y el premium. La cuestión que se plantea, por tanto, es cómo reaccionará el consumidor ante dichas dinámicas de precios. Para prever lo que cabe esperar en el futuro, se escrutan los datos pasados. Concretamente, fijaremos nuestra atención en dos métricas. La primera examina cuánto paga de media el consumidor. El ingreso mensual promedio de Netflix por cliente crece cada periodo (Gráfico 5.7).

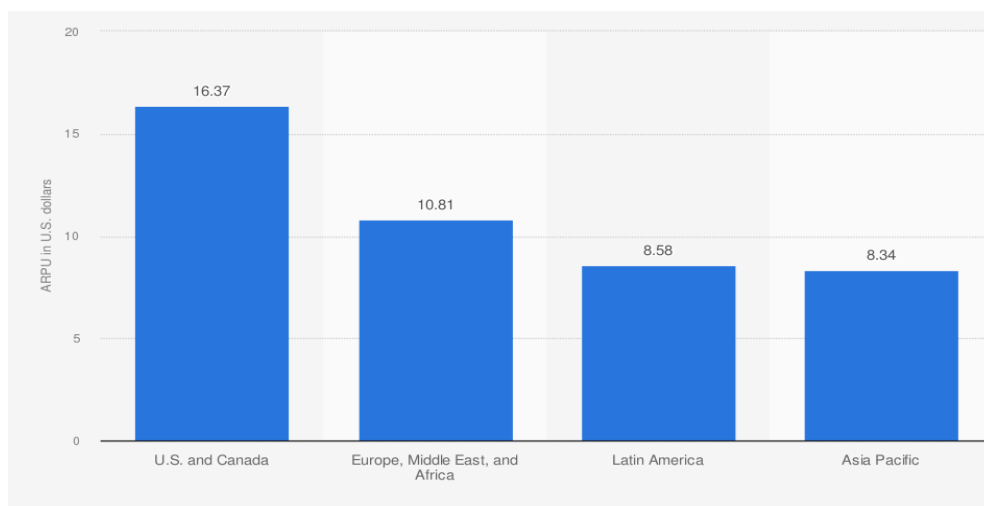
Gráfico 5.7. Ingresos mensuales medios de Netflix por cliente de pago en todo el mundo de 2016 a 2021



Fuente: Statista (2022).

El usuario del mercado más grande de la compañía, ya no en cuanto a número de suscriptores, pero todavía en masa de ingresos, Norteamérica, paga de media más que sus homólogos en el resto del mundo (Gráfico 5.8).

Gráfico 5.8. Ingresos medios mensuales de Netflix por cliente de streaming en todo el mundo en el 3er trimestre de 2022, por región (en dólares)



Fuente: Statista (2022)

Esto tiene dos posibles explicaciones: que gran parte de las suscripciones para esta zona (Norteamérica) se concentren en los planes más costosos (estándar y premium), o en las diferencias de precios en el servicio por países. Sea como sea, recordemos que el mercado

que genera más volumen de ingresos mensual de media por usuario es aquel donde el crecimiento en suscriptores parece estar tocando techo. La segunda es, en sintonía con la primera, la elasticidad de la demanda en el consumidor, que se relaciona con la capacidad de fijación de precios de la compañía. El gráfico 5.7 es revelador sobre esta relación. Las subidas de precios no producen descensos en las suscripciones y, por tanto, el poder de fijación de precios de Netflix es alto; por lo menos a medio plazo, porque hay evidencia clara sobre decisiones en Netflix acerca de elevar el precio del servicio que han derivado en pérdidas severas de suscripciones. En este caso, habría que analizar la elasticidad de la demanda, es decir, medir las variaciones en el número de suscripciones frente a los aumentos en el precio. Pero, aunque a los aumentos en el precio les sigue una pérdida de suscriptores, esta suele ser de carácter transitorio, pues los suscriptores tienden a recuperarse con creces a medio plazo. En definitiva, se puede confiar en que la dinámica que ilustra el gráfico 5.7 continuará en el futuro, acompañada del crecimiento en la cantidad de suscriptores. Sin embargo, es indiscutible que la masa de suscriptores tenderá a absorber los aumentos de precios en la medida en que el contenido de Netflix tenga éxito y sea abundante, y para ello tendrá que invertir grandes cantidades en que así sea.

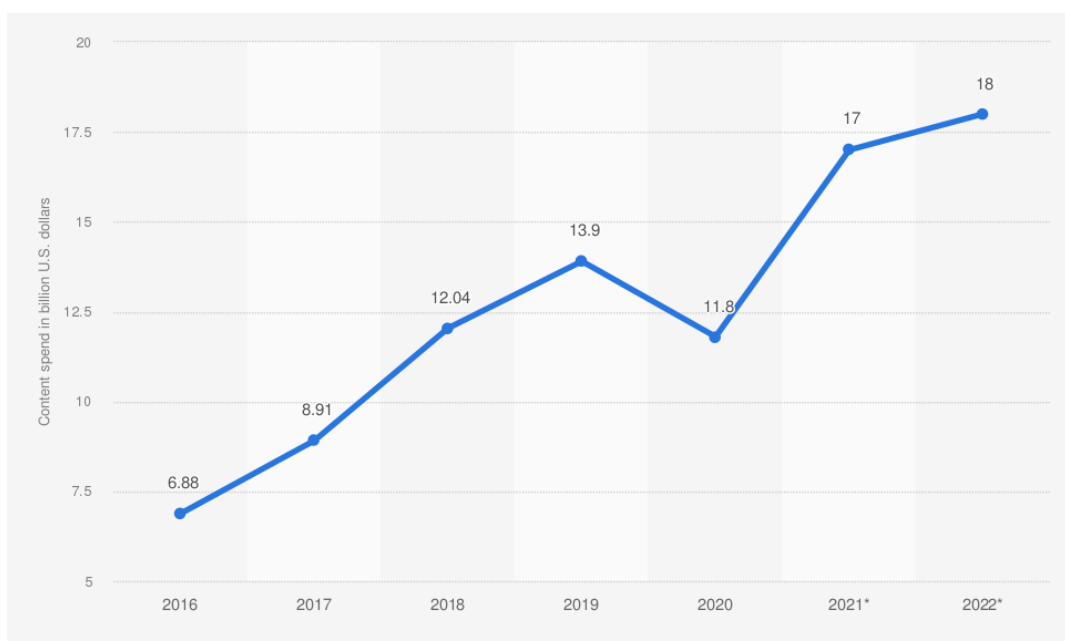
En cuarto lugar, el plan barato con anuncios. Acerca de esto no hay mucho que comentar, ya que se carece de precedentes y datos que respalden cualquier predicción. Lo que sí puede aventurarse es que es posible que se llegue a más personas, y así pueda ampliarse el mercado objetivo; aunque las personas pueden acordar contratar un plan que permita compartir su cuenta y pagar el suplemento adicional, pagando relativamente menos y con mejores condiciones en el contenido. También puede conjeturarse que, con cierta previsión, las zonas que pagan menos de media al mes por usuario serán las que adopten con más avidez esta propuesta, aunque este efecto puede tener lugar generalizadamente. Si se produjera, es posible que, en el mejor de los casos, el ingreso medio mensual por usuario crezca a un ritmo mucho menor que los años anteriores, y en el peor, que se produzca un estancamiento en dicha métrica.

En cualquier caso, el modelo basado en suscripciones ya no es la única fuente de ingresos. Los ingresos por anuncios podemos unificarlos en la masa de ingresos por suscripciones y analizar el impacto de la publicidad sobre el promedio de ingresos por usuario (ARPU). De esta manera, simplificamos los cálculos posteriores. Se cree que regiones como la de Europa occidental experimentarán aumentos del ARPU desde que dispongan del plan con anuncios. Predicen que este parámetro será en 2023 alrededor de un 4,9% más alto,

alcanzando para 2027 un 8,6% (Priestley, 2022). Como comentábamos en los párrafos anteriores, hay zonas más sensibles a los precios que otras, por lo que la acogida del plan con publicidad sería relativa. Se declaraba que, en concreto, las áreas geográficas afectadas harían que el promedio de ingresos por usuario pudiera llegar a estancarse; no se habla de disminuciones, habida cuenta de los planes de Netflix para continuar con los aumentos de precios anuales del servicio. No obstante, el volumen de ingresos por publicidad, en estas áreas precisamente, se prevé el más alto (solo por detrás de Norteamérica). Seguramente, los anunciantes concentrarán la inversión en estas áreas, a sabiendas de que la adopción de este nuevo plan será mayor. Todo esto da como resultado un ARPU creciente anualmente. Se espera que esta dinámica se extienda para el resto de los mercados operativos de Netflix.

Para concluir este punto, realizaremos algunas puntualizaciones sobre la estructura de coste de la compañía, concretamente el análisis se enfocará en un factor determinante: el gasto de inversión. Como se ha mencionado, esta partida depende principalmente del contenido. Por tanto, veremos el crecimiento de la inversión en contenido de Netflix en los últimos años, las previsiones, las variaciones en la estructura de gasto en contenido propio y licenciado, su tendencia y cómo afecta al gasto en inversión, y el retorno sobre la inversión en contenido. Siguiendo el orden indicado, comenzamos con el crecimiento. Lo explicamos brevemente a partir de la siguiente gráfica:

Gráfico 5.9. Gasto en contenido de Netflix entre 2016 y 2022 (en billones de dólares)



Fuente: Statista (2022).

Vemos una tendencia creciente en el gasto; para 2022 se estiman 18 mil millones de dólares. En palabras del co-CEO de la compañía, Ted Sarandos: “Creo que debemos seguir invirtiendo en el contenido, tanto en la calidad como en la variedad de contenido. Y continuaremos aumentando el gasto de contenido en relación con años anteriores” (Huston, 2022).

En cuanto a la estructura del gasto, el gráfico 5.10, rescatado de sus estados financieros, muestra la propensión en la distribución del gasto en contenido.

Gráfico 5.10. Distribución gasto en contenido de Netflix

	2021	2020	2019
	(in thousands)		
Licensed content	\$ 8,055,811	\$ 7,544,631	\$ 7,242,799
Produced content	4,174,556	3,262,281	1,973,448
Total	\$ 12,230,367	\$ 10,806,912	\$ 9,216,247

Fuente: Reporte anual 10k de Netflix (2021)

Se constata la redistribución en la inversión en favor del gasto en producción de contenido propio, que gana peso en esta partida en relación con el contenido licenciado. Cabe apuntar que, generalmente, este tipo de contenido, el propio, tiene un coste relativo superior. Esto justifica las previsiones que apuntan al engrose del gasto en inversión.

Finalmente, sobre el retorno de la inversión (ROI). Se puede observar que desde mediados del año 2012 esta métrica ha sufrido altibajos (Netflix Return on Investment 2010-2022 | NFLX, s. f.). No obstante, la dinámica de fondo revela una tendencia moderadamente creciente. Ello denota fortaleza, ya que indica que Netflix tiende a obtener retornos cada vez más elevados de su inversión. Las estrategias que plantea de inversión en contenido reflejan un cierto éxito financiero a largo plazo, aun cuando la casuística operante en la compañía pueda ser la provisión masiva de contenido con que nutrir su biblioteca digital, tanto en cantidad como en calidad (referida al contenido exclusivo en la plataforma) para, en última instancia, presentar una competencia intensa; esto es, con la intención de acaparar cuota de mercado a expensas del resto de competidores, provocando la insostenibilidad de su modelo de negocio y haciendo que abandonen el mercado. Es decir, los resultados mejoran en sus ratios financieros, pese a que su estrategia se orienta a eliminar competencia. No son estrategias incompatibles entre sí, pero solo desde una posición de privilegio como la que ostenta Netflix es posible.

5.1.2 Mercado de Netflix

En este apartado no incluiremos la rentabilidad promedio del mercado; realizaremos un análisis al margen operativo y al volumen de inversión. La industria es muy grande y nuestro objetivo es analizar el mercado de la compañía, por ello nos limitaremos a estudiar el segmento en que opera Netflix. Sobre esto también surgen problemas, ya que el mercado tiene una estructura oligopolista y solo una selecta cantidad de empresas pueden competir seriamente en el mercado. Si se considerase la media de diferentes parámetros en este segmento, aparte de datos bastante confusos, obtendríamos una completa distorsión de la posición real de Netflix en el mercado, ya que hay una enorme cantidad de empresas que intentan competir, pero ni por asomo se asemejan al nivel de Netflix y los competidores más fuertes, por lo que tendríamos referencias de mercado poco útiles. Son unas pocas empresas las que representan gran parte de la cuota de mercado, y siendo Netflix la más grande, lo justo es que reservemos estos cálculos de rentabilidad para la comparativa entre las empresas que presentan una competencia real con Netflix.

5.1.2.1 Definición del mercado

Netflix se clasifica en el sector de los servicios de streaming. La mayoría de los ingresos de la compañía proceden de la oferta de tales servicios. Concretamente, dentro del sector del streaming de vídeo se encuentra el mercado del vídeo bajo demanda (VOD). Dentro de este mercado, existen diferentes modalidades de ofrecer contenido, y cada una de ellas tiene su segmento de mercado. Netflix se dirige al segmento denominado SVOD (Subscription Video on Demand), es decir, el mercado de la compañía se circunscribe en el vídeo bajo demanda por suscripción, donde el usuario paga por disfrutar de contenido sin publicidad.

No obstante, con la reciente inserción de la publicidad en sus servicios podríamos situar a la compañía también en el mercado de la publicidad; aunque todavía no tenemos datos suficientes para conocer con certeza el papel que desempeñará en él. Si acotamos este mercado, nos topamos con el segmento de la publicidad en los servicios de streaming, que nace por la iniciativa de empresas dentro del sector de incorporar publicidad en su oferta. Por tanto, podría ser procedente incluir, asimismo, aunque de forma incipiente, a Netflix dentro de este mercado: la publicidad en los servicios de streaming. Sin embargo, esto haría el análisis innecesariamente complejo, tanto por la extremada dificultad de pronosticar la participación de Netflix en este mercado, como por el tratamiento que

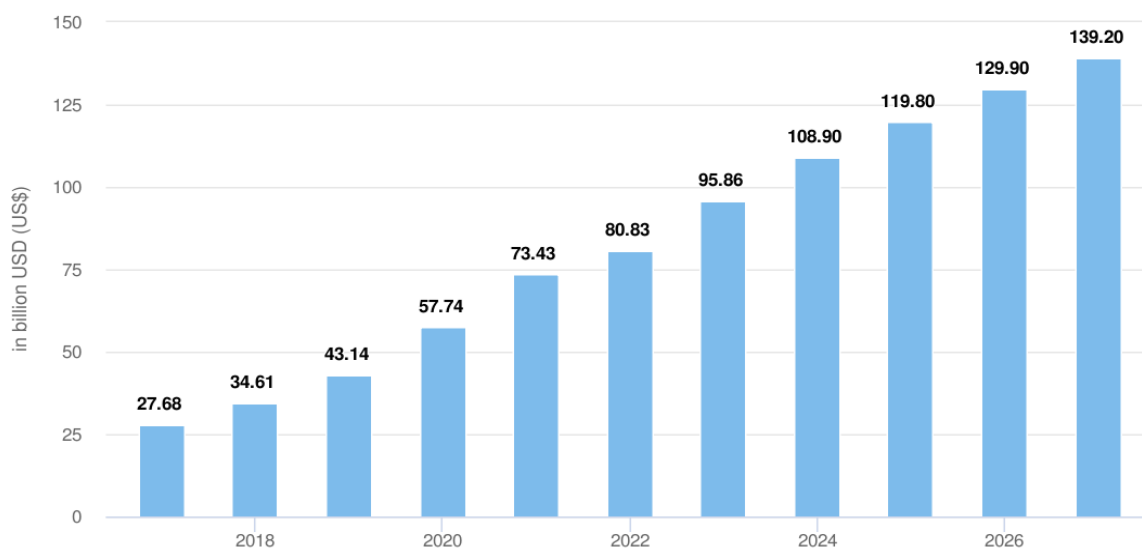
hemos referido y propuesto, y que normalmente acompaña a las estimaciones en el sector, acerca de los ingresos. Sobre esto, existe la inclinación a tratar los ingresos como un bloque, una unidad indivisible, sin discriminar en unidades de negocio. Para sintetizar este punto, pues ya se comentado con anterioridad, los ingresos se mueven por variables vinculadas al servicio de streaming, en especial si entre nuestros cálculos y estimaciones consideramos el ingreso medio por usuario como medida de referencia. Así pues, los ingresos por publicidad son susceptibles, en tal caso, de homogeneizarse en los ingresos totales de la compañía, de manera que no sea necesaria, al menos por el momento, una clasificación de ingresos por unidad de negocio, a saber: servicios de streaming y publicidad en servicios de streaming. En consecuencia, utilizaremos datos, estadísticas y prospecciones relativas al sector de los servicios de streaming en su modalidad SVoD.

5.1.2.2 Crecimiento del mercado

Veamos, a continuación, cuáles son las previsiones de crecimiento para este mercado.

Primero, fijémonos en las estimaciones de ingresos para el periodo dado del segmento de mercado SVoD, según nos muestra el gráfico 5.11. De estas estimaciones, veamos la tasa de crecimiento anual compuesto (en adelante, CAGR), para el periodo 2022-2027, que es de 11,48%.

Gráfico 5.11. Ingresos mundiales por transmisión de streaming SVoD (en billones de dólares)



Fuente: Statista (2022).

Veamos ahora el ingreso medio por usuario previsto para el periodo dado (Tabla 5.1.), extraído del mismo informe (Video Streaming (SVoD) - Worldwide., 2022). Nuevamente, centramos la atención en el periodo 2022-2027, y calculamos un CAGR de 4,08%.

Tabla 5.1. Ingreso medio por usuario SVoD (en dólares)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Total	69,66	73,94	77,3	79,93	82,51	85,06

Fuente: Elaboración propia a partir de Statista (2022).

Además, consideremos el crecimiento de usuarios en el mercado SVoD, donde, según la misma fuente, se alcanzaría una base de usuarios de 1.636 millones para 2027. Si las suscripciones en SVoD para el mercado mundial en 2021 ascendían a 1.205 millones, comparándolo con la estimación para 2027, el CAGR es 5,23%. Sobre esta estimación, Statista (*Video Streaming (SVoD) - Worldwide., 2022*) apunta que, pese a la incertidumbre en el mercado por la coyuntura económica (recordemos que el mercado presenta signos de ciclicidad), sobre todo en lo referido al comportamiento del consumidor, se espera que ciertamente, algunos consumidores cancelen las suscripciones a estos servicios para ahorrar dinero; sin embargo, con carácter general, no se prevé que supriman el servicio de su consumo por completo, sino que cambiarán sus preferencias y, como resultado, el servicio de transmisión al que estén suscritos. Por lo cual, no está claro si la situación se traducirá en una merma del ingreso promedio por usuario previsto para los siguientes años, o, simplemente, el usuario optará por pivotar entre plataformas; recordemos cómo las diferencias de suministro entre los distintos servicios se ensancharán con el tiempo, ya que no son servicios perfectamente sustitutivos. Con todo, las previsiones apuntan a aumentos en suscripciones, acompañadas de ingresos promedio por usuario crecientes, impulsados por la evolución al alza de las tarifas de suscripción.

Antes de abordar la cuestión de la publicidad, puntualizaremos algunas incógnitas sobre el mercado chino. Netflix, por ciertas razones, no opera ni espera introducirse en el mercado chino. Esto no es tanto por desinterés, ya que las cifras que mostramos más abajo hablan por sí solas, como por cuestiones inherentes al país en cuanto a las restricciones competitivas que imponen a determinados países. Sea como fuere, no se espera que la compañía penetre en este mercado.

China es el segundo mercado más grande en cuanto a ingresos (denominados como hasta ahora en dólares), detrás de EEUU, en el segmento SVoD. Representa aproximadamente el 22,71% de los ingresos totales del mercado en 2022.

Tabla 5.2. Principales países SVoD, por ingresos (en millones de dólares)

Estados Unidos	34.100
China	18.360
Reino unido	3.237
Alemania	2.863
Japón	2.558

Fuente: Elaboración propia a partir de Statista (2022).

Los planes de suscripciones financiadas en parte por la publicidad producirán, previsiblemente, crecimiento en el mercado por las razones expuestas en apartados anteriores. Con independencia de lo que suponga para el crecimiento de suscripciones, analizaremos la repercusión de la publicidad en los ingresos.

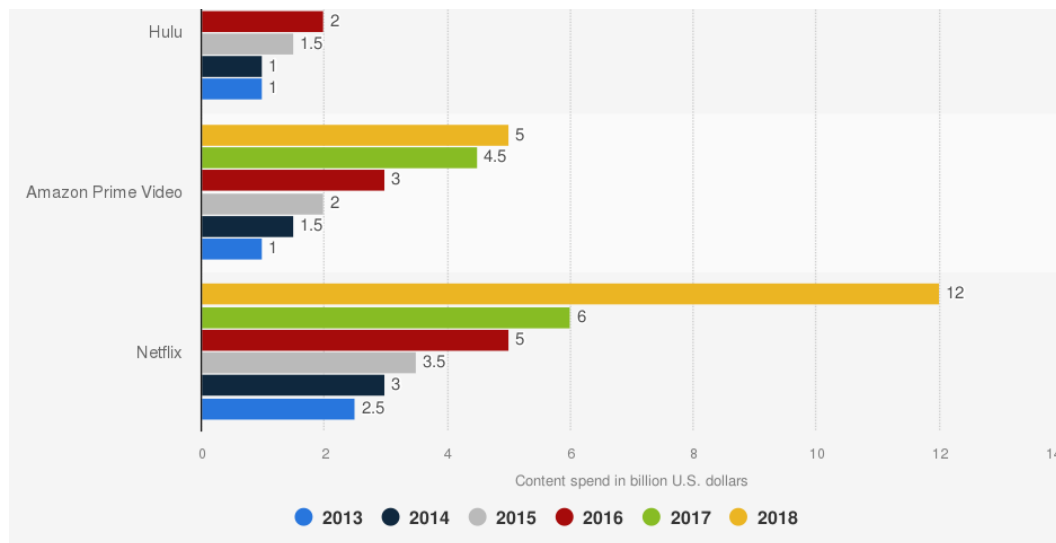
Hay datos de los ingresos en publicidad de aquellas plataformas de streaming que ya integraban publicidad en sus servicios. Recalamos que lo que se trata de medir son potenciales ingresos derivados exclusivamente de lo tocante a la publicidad, no de planes que incluyen anuncios, ya que varias estimaciones aluden a los ingresos de este tipo de servicios como suma del pago de la suscripción y los flujos de pago de la publicidad. Además, como no existe, en este caso, información previa para Netflix, nos ceñiremos a cifras de Statista, como fuente con una metodología fiable (Estimated advertising revenue of Netflix and Disney+ worldwide from 2023 to 2025, 2022). Las proyecciones de esta base de datos prevén para la compañía unos ingresos por publicidad de 150 millones de dólares en 2023. Con esta cifra ya tenemos una base de la que partir, lo que resta es hallar una tasa de crecimiento, la cual, como hasta ahora, será el CAGR. La citada fuente indica expectativas de ingresos para el periodo 2023-2025. El CAGR para dicho periodo es de 183,67%. Lógicamente, tasas de crecimiento tan altas se deben, principalmente a dos razones: es un mercado en ciernes para Netflix, y la propia compañía es un espacio atractivo para los anunciantes, dada su profunda base de usuarios. Cuando insertemos

estos datos en nuestros cálculos para la estimación de los flujos de caja aplicaremos el tratamiento sobre los ingresos ya mencionado.

5.1.2.3 *Volúmenes de inversión y estructura de costes de Netflix*

En este apartado trataremos dos asuntos. El primero tiene relación con el volumen de inversión que caracteriza al mercado, su naturaleza y sus necesidades. Discutiremos estos elementos y se manifestarán las expectativas de inversión futuras en base a informaciones recientes y tendencias de datos históricos. La segunda cuestión se ocupa de analizar la estructura de costes de Netflix, ya que consideramos que existen algunos elementos que conviene entender. Esta comprensión será especialmente trascendente para apreciar el rigor al que se someterán las estimaciones de costes, que influirán de manera decisiva en la determinación de los flujos de fondos.

Comencemos con el volumen de inversión del mercado. Daremos una visión global, ya que profundizamos más sobre el tema en el siguiente capítulo. Como ya se adelantó en otros capítulos, la inversión en contenido es un factor determinante en este mercado. La sostenibilidad en este negocio pasa por esta variable. Es por eso, que el reto de las empresas en este mercado es seguir creciendo, a través de la inversión en contenido y, además, rentabilizar con la máxima eficiencia dicho contenido. Como se puede adivinar, el principal activo en este mercado es el contenido, y este tiende a amortizarse a ritmos acelerados (el contenido se consume rápido). Por tanto, es necesario ser cuidadoso con esta inversión, porque la mayor parte de su rentabilidad, en general, se genera en un espacio de tiempo reducido, y los fracasos pueden comprometer seriamente la generación de flujos de fondos positivos de una compañía. Volviendo al gasto en contenido, como varios de los principales actores del mercado se incorporaron hace poco tiempo, no hay datos para un periodo temporal lo suficientemente extenso como para efectuar una comparación en igualdad de condiciones. Para entender esta aseveración, fijémonos en el gráfico 5.12, que muestra cómo Netflix, y otras plataformas, aumentan significativamente su gasto con el tiempo.

Gráfico 5.12. Inversión en contenido SVoD de 2013 a 2018

Fuente: Statista (2022).

Como se aprecia, estos datos se refieren al periodo 2013-2018, época en la que no existían algunos de los competidores que han proliferado y se han establecido con fuerza en el mercado. Por eso, Netflix, que ha dedicado muchos recursos en la inversión, sin duda seguirá haciéndolo, (ya vimos los planes que tenía para 2022 en apartados anteriores), al igual que sus competidores. Pero Netflix ya ha invertido bastante, y aunque elevará el gasto en esta partida, lo hará a tasas de crecimiento más moderadas. Por el contrario, su competencia más reciente, como por ejemplo Disney plus, que desarrolla una competencia frontal contra Netflix, necesitará incrementar su inversión a tasas más altas. Con esto, se pone de manifiesto la casuística de la inversión en este mercado para determinar luego qué tasas de crecimiento le impondremos a la compañía.

En síntesis, la inversión en contenido representa el gasto más importante y cuantioso en la estructura de costes de las compañías competidoras en el segmento de mercado SVoD.

En el apartado sobre la competencia, en relación con estas consideraciones previas, se asignará un crecimiento en inversión a Netflix. Para ello, observaremos el enfoque de la competencia, que influirá sobre la estrategia inversora de Netflix. Pero este no es el único factor relevante para conocer las previsiones sobre esta variable. Es por ello, que, a continuación, realizaremos un breve análisis sobre algunos elementos de la estructura de costes que no solo guardan relación con el gasto en contenido, sino que son parte integrante.

La información sobre la estructura de costes que usaremos se halla disponible en la sección de la página web de Netflix “Preguntas de los principales inversores”. Como referencia, en el apartado reservado para las preguntas sobre originales ratifican que esperan seguir aumentando su gasto general absoluto de contenido en dólares. A partir de aquí realizaremos una exposición ordenada, a partir de las respuestas registradas por la compañía a preguntas fundamentalmente relacionadas con el gasto en contenido; también observaremos sus estados contables para corroborarlo y concluir qué podemos esperar para el futuro en algunas partidas relevantes.

El principal coste, reflejado en el estado de pérdidas y ganancias, que incide sobre los beneficios brutos es el gasto de amortización de contenido ya existente, es decir, aquel que ya se ha publicado. Además, en la misma línea, incluyen los gastos relacionados con el personal (principalmente, vinculados a la producción de contenido) como coste, al margen de toda amortización. Estos son, por tanto, sus mayores costes.

Pero existen otras partidas relacionadas con el contenido. Fijémonos en su estado de flujos de efectivo, la adquisición de licencias y la producción de contenido suponen un gasto, pero no es un gasto que se refleja en su cuenta de P&G, pues no se traslada hasta que no se materializa la entrega del producto resultante, es decir, el contenido. Las relaciones contractuales que mantiene Netflix se basan en compromisos, esto es, la promesa de una entrega futura de contenido, atendiendo a unas condiciones previamente pactadas. Pero el pago de Netflix no se efectúa en el mismo momento en que se recibe el producto, sino anticipadamente. En cualquier caso, este adelanto se registra en el estado de flujos de efectivo bajo la partida “efectivo neto utilizado en actividades operativas”. Pero eso no es todo, estos pagos, que no dejan de ser salidas de flujos de fondos, superan al gasto en amortización (y recordemos que esto no supone una salida de fondos y, por tanto, su importe se suma para calcular los flujos de fondos disponibles para la empresa). Esto significa que la diferencia entre estas partidas afecta sistemáticamente de manera negativa al FCF. En los estados financieros de Netflix de 2021, se observa cómo los pagos por activos de contenido aumentan a razón de un 39% respecto del periodo anterior, y la amortización de activos lo hace en un 13%. Aunque es cierto que 2021 puede considerarse un periodo contingente para estos elementos, ya que algunas decisiones precipitaron una brecha mayor entre ambos, esta suele ser la relación general normalizada.

En suma, el tratamiento contable de estas obligaciones de contenido depende de si Netflix posee el producto final, a saber: los derechos sobre películas y series ya terminadas. En

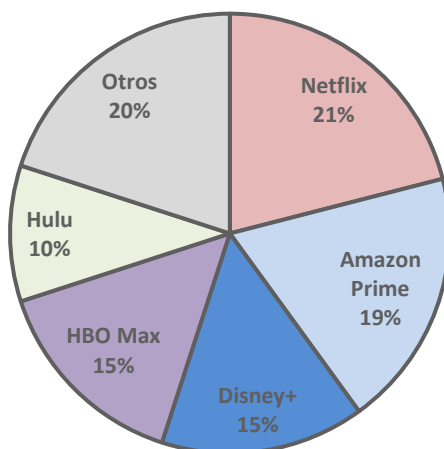
el momento en que se recibe se registra un pasivo por valor del importe bruto de adquisición; asimismo, a partir del momento de publicación comienza a amortizarse. Dichas amortizaciones se imputan, en este caso, como gastos del ejercicio. Sin embargo, las obligaciones de contenido basadas en compromisos no cancelables bajo contratos de empleo y talento creativo, y otros compromisos relacionados con la producción, es decir, los compromisos que generan obligaciones de cumplir con el pago de ciertas cuantías, para adquirir determinados títulos, en una fecha preestablecida, son desembolsos de flujos de efectivo previos al control de los derechos de un producto terminado. De dichos títulos se conoce su importe y, consecuentemente, se contabilizan bajo el tratamiento mencionado (pagos reflejados en el estado de flujos de efectivo), por lo que se conocen los pagos de la compañía y cómo afectan a sus flujos. El problema radica en que existen acuerdos que incluyen obligaciones de otorgar derechos de licencia para títulos futuros desconocidos, es decir, que se formalizan acuerdos para transmitir contenidos de carácter indeterminado y de los cuales se desconoce completamente su coste. Estas potenciales obligaciones de pago no aparecen en los estados financieros de la empresa bajo ninguna denominación, ya que simplemente no las tienen en cuenta hasta que no se tenga la certeza de su coste. El problema es que esto puede suceder de manera imprevista, y ocasionar pagos adicionales que socaven los flujos de caja libre de la compañía. Respecto a esto, desde la compañía esperan que estos pagos sean aproximadamente de 1\$ mil a 4\$ mil millones durante los tres siguientes años (2022-2024).

5.1.3 Competencia de Netflix

En este apartado se establecen los principales competidores de Netflix, el crecimiento proyectado medido en términos de cuota de mercado para la competencia, la rentabilidad midiendo el margen neto y operativo de cada competidor y, finalmente la inversión prevista para cada competidor.

5.1.3.1 Principales competidores

El criterio para seleccionar la muestra de competidores se basa en la cuota de mercado. JustWatch publica periódicamente la cuota de mercado de los servicios SVoD en diferentes regiones. En este caso, hemos utilizado los últimos datos, relativos al Q3 de 2022, de esta variable en los Estados Unidos, como mercado representativo de SVoD.

Gráfico 5.13. Cuota de mercado en EEUU servicios SVoD

Fuente: Elaboración propia a partir de JustWatch.

Nos fijamos en el mercado estadounidense como aproximación de la cuota de mercado global que tiene cada competidor. De la muestra, escogemos los cinco competidores de mayor tamaño. Por consiguiente, las empresas que compararemos son Netflix, Amazon, Disney, HBO y Hulu.

5.1.3.2 Crecimiento en competencia

La competencia de mayor relevancia en este mercado presenta algunas particularidades, por eso las mediciones que utilizaremos para el análisis son consecuentes con dicha singularidad.

En primer lugar, para analizar el crecimiento de los cinco competidores designados estudiamos, no la evolución de sus ingresos, sino la tendencia en el número de suscriptores. Así pues, la tabla 5.3. contabiliza el número de suscriptores al término del cuarto trimestre desde el año 2018 hasta el 2021; y del tercer trimestre del 2022, por ser el último dato publicado por fuentes oficiales.

En cuanto a por qué elegir esta variable sobre los ingresos la razón estriba, principalmente, en que Netflix es la única compañía que compite de manera exclusiva en este sector, el resto cuentan con sus negocios principales, que son su mayor fuente de ingresos, y solo compiten en el sector del SVoD, bien para enriquecer la experiencia del usuario mediante una suscripción que incluye varios servicios, o bien para buscar fuentes de ingresos alternativas como complemento de otras actividades relacionadas. El primer caso está conectado con Amazon que, con su suscripción a Amazon Prime ofrece una

serie de servicios, entre los que se encuentra el streaming de series y películas. El segundo caso, con Disney que, entre otras cosas, se dedica a licenciar contenido. La cuestión no es que estas empresas desarrollen distintas actividades económicas, ni que esas otras actividades puedan otorgarles unas mayores rentabilidades e ingresos, el problema es que cuando estas empresas consolidan sus estados contables no detallan los ingresos procedentes del sector SVoD en específico, por lo que no puede realizarse un análisis objetivo de esta variable, ya que estaríamos tomando ingresos que no pertenecen íntegramente a las operaciones que desarrollan estas empresas en el segmento.

Antes de obtener una conclusión, cabe aclarar que la falta de datos en ciertos periodos se debe a que algunas son plataformas relativamente recientes, pero que, por el tamaño adquirido, se han incorporado a la muestra. Con respecto a Amazon, los dos últimos datos vienen acompañados de un símbolo “suma”, con el que expresamos una estimación de los usuarios suscritos a Amazon Prime (Amazon no publica números precisos), de los cuales no hemos encontrado datos fiables de cuántos de esos usuarios ven su plataforma de streaming (Amazon prime video). Para terminar, señalamos dos hechos: Hulu pertenece a Disney y HBO Max a Warner Bros.

Para terminar, los datos son claros, a Netflix le cuesta crecer en usuarios, mientras que Amazon, y Disney plus especialmente, han experimentado un crecimiento a tasas más elevadas, y se acercan a las cifras de Netflix. Por otro lado, HBO Max ha mostrado un crecimiento interesante durante los primeros tres trimestres de 2022. Todo esto es un síntoma de la competencia intensa que sufre Netflix, quien tendrá problemas para mantener su posición de liderazgo en número de suscriptores.

Tabla 5.3. Número de suscriptores por plataforma (en millones)

	Q4 2018	Q4 2019	Q4 2020	Q4 2021	Q3 2022
Netflix	139,26	167,09	203,66	221,84	223,09
Amazon prime video	101	112	142	+153	+200
Disney plus	-	-	73,7	118,1	152,1
HBO Max	-	34,6	41,5	46,8	76,8
Hulu	-	28,5	36,6	43,8	46,2

Fuente: Elaboración propia a partir de Statista (2022) y (Maglio, 2022).

Tabla 5.4. Ingresos anuales de Netflix (en millones de dólares)

	2017	2018	2019	2020	2021
Million \$	11.629,71	15.794,34	20.156,45	24.996,06	29.597,84
% variación	32,41	35,08	27,62	24,01	18,81

Fuente: Elaboración propia a partir de *MacroTrends*.

5.1.3.3 Rentabilidad en competencia

Tras estudiar el aparente crecimiento del grupo competitivo seleccionado, analizamos la rentabilidad individualizada. La métrica que utilizaremos, como indicador de ventaja competitiva, es el margen operativo. Como sabemos, el margen operativo mide la capacidad de una empresa para retener beneficios; ello permite conocer la proporción de los ingresos por ventas que consigue capturar.

En este apartado, también enfrentamos la problemática manifestada en el punto anterior. Tampoco se pueden obtener los márgenes operativos del segmento de mercado verdaderamente útiles para el análisis. No obstante, presentamos los márgenes operativos

para el conjunto del negocio de cada uno de los competidores. En la tabla 5.5. se puede observar el tratamiento de competidores que antes aparecieron aisladamente y, ahora, se incorporan a la empresa matriz a la que pertenecen, por razón de consolidación de estados financieros. Este es el caso para Hulu con Disney y para HBO Max con Warner Bros.

Tabla 5.5. Margen operativo de Netflix y sus competidores

	2017	2018	2019	2020	2021
Netflix	4,15	7,77	10,23	12,8	19,67
Amazon	2,14	4,84	4,98	6,26	8,12
Disney	25,01	24,78	20,04	(2,67)	3,8
Warner Bros	-1,99	9,68	20,59	16,19	11,75

Fuente: Elaboración propia a partir de CompaniesMarketCap.

A pesar de haber señalado que este era un ejercicio fútil, tratamos de obtener algunas conclusiones.

El margen operativo de Netflix muestra una tendencia creciente; lo mismo sucede con Amazon. Por el contrario, Disney decae significativamente en 2020 y mantiene márgenes operativos bastante estrechos. Warner Bros, por su lado, ve decreciente su margen a partir del 2019, aunque fue ese mismo periodo en que esta variable se elevó de manera considerable.

Pese a que los márgenes no son representativos de la competencia en el sector SVoD, Netflix se comporta mejor que su competencia a nivel de negocio, presuponiendo, por tanto, y en vista de la tendencia, mayores cotas. No obstante, debido a la escasez de información precisa a la que hemos aludido con anterioridad, junto con una competencia que suma en intensidad, pensamos que sus márgenes sufrirán altibajos, pero en el marco global, como se refleja en las estimaciones, aumentarán firme y lentamente.

Tabla 5.6. Variación porcentual anual del margen operativo de Netflix

	2017	2018	2019	2020	2021
Netflix	76,2	76,2	68,96	47,2	57,2

Fuente: Elaboración propia a partir de CompaniesMarketCap.

5.1.3.4 Inversión en competencia

En la tabla 5.7. se recogen estimaciones de Statista, acerca del gasto en inversión de los competidores escogidos, para el periodo 2021-2026.

Dichas estimaciones coinciden con la tesis que planteábamos en otros apartados: si se pretende competir frontalmente a Netflix, la inversión debe tender al menos a alcanzar las cotas de Netflix. Por esta razón, el gasto en inversión de la competencia aumentará sustancialmente durante los próximos años; Netflix, no obstante, invertirá en menor medida, aunque sigue suponiendo un desembolso considerable.

Tabla 5.7. Inversión porcentual en CAGR para Netflix y sus competidores (2021-2026)

	Netflix	Disney	Amazon Prime Video	Warner Bros Discovery
Variación inversión (%)	3,81	25,74	15,12	39,77

Fuente: Elaboración propia a partir de Statista (2022).

En cuanto a la tasa de reinversión, entendiéndola, en el caso de Netflix, como el gasto derivado de la adquisición de contenido, se recoge en la siguiente tabla:

Tabla 5.8. Tasa de reinversión de Netflix

	2017	2018	2019	2020	2021
%	83,9	82,6	69,04	47,1	59,6

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Netflix

5.2 NÚMEROS

Tras haber expuesto la narrativa que describe los factores clave que determinan el presente y futuro de Netflix, se procederá a trasladar la información cualitativa a su concreción cuantitativa. Para ello, se realizarán un conjunto de estimaciones basadas en las hipótesis que pueden desprenderse del análisis cualitativo efectuado acerca del futuro de la compañía.

Utilizamos el método de valoración que goza de mayor acogida en el universo académico de la materia: el modelo de descuento de flujos de caja. Esta parte práctica se divide en tres pasos fundamentales: la estimación de los flujos de caja de Netflix a partir de las hipótesis asumidas y que explicamos en el desarrollo de este apartado; seguidamente hallamos el coste de capital; y, por último, calculamos el valor actual de los flujos de caja. El resultado de este proceso será el valor intrínseco de Netflix.

5.2.1 Free Cash Flow (FCF) de Netflix

Para calcular los flujos de caja de Netflix necesitamos un conjunto de variables. Explicamos, por tanto, las estimaciones para cada una de las variables estudiadas:

- **Ingresos.** El crecimiento en ingresos tiene su lógica en dos variables: número de suscriptores e ingreso medio por usuario (ARPU). Por el lado de los suscriptores, el crecimiento de usuarios para el mercado en los próximos años es del 5,23%. La cuota de mercado aproximada para Netflix en la actualidad es del 21%. Esperamos que desde el año 1 al 5 la cuota sea, de media para este periodo, un 20%, por lo que del crecimiento de usuarios estimado para el mercado Netflix absorbería un 1,046%; igualmente para el año 6 al 10, esperamos una cuota de mercado, de media, del 17%, y dado el crecimiento del mercado en usuarios, Netflix absorbería un 0,889%. Por el lado del ARPU, el mercado estima un crecimiento del 4%, pero dichas estimaciones no consideran el efecto de la publicidad en los ingresos, por lo que, de conformidad con nuestra tesis, Netflix podría experimentar en esta métrica un crecimiento que parte del 4% y crece geométricamente hasta el 8% al término del año 10. Si multiplicamos el 1,046% por crecimiento de suscriptores por el 4% de crecimiento en ARPU y hacemos lo mismo para el 0,889% y el 8% al final del periodo, obtenemos un crecimiento en ingresos desde el 4,184% en el año 1 hasta, creciendo geométricamente, el 7,11% en el año 10. A partir del año

10, fijamos la tasa de crecimiento en el 3%, correspondiente al crecimiento económico mundial.

- **Margen operativo.** Estimamos crecimientos del margen operativo proporcionalmente menores a los observados, ya que, actualmente, Netflix es la empresa del mercado SVoD con mayor margen operativo, y no podemos tener una referencia de mercado por ser relativamente reciente y por la propia idiosincrasia competitiva en el mercado. La competencia busca crecer, mientras que Netflix ya se ha consolidado (cuando menos en mayor medida que el resto) y, por tanto, no hay un margen operativo en el mercado al que se converja, no todavía. Creemos que Netflix aumentará su margen operativo, pero no experimentará un gran crecimiento debido a su elevado coste operativo persistente. Del año 1 al 5, esperamos que crezca geométricamente desde el 19,67% al 23% y, a partir del año 6 hasta el año 10, del 23% al 26%.
- **Tasa impositiva.** En los últimos años, a medida que los beneficios aumentan, Netflix ha pagado una mayor tasa de impuestos. En el año 2021 la tasa impositiva efectiva que asumió fue del 12,39%. Según la OECD la tasa impositiva mundial media es del 23,1%. Creemos que, conforme sus ingresos crezcan, los beneficios sujetos a tributación se elevarán. Por eso, del año 1 al 5, la tasa impositiva efectiva de Netflix crecerá geométricamente desde el 12,39% actual al 18%, y del año 6 al 10 del 18% al 23%.
- **Tasa de reinversión.** Según las estimaciones la inversión en contenido de Netflix crecerá en los próximos cinco años a razón de un 3,81%, y esperamos que caiga hasta el 2% a partir del año 5. La tasa de reinversión del último periodo fue del 59,6%. La tendencia indica que, concretamente para Netflix, las necesidades de inversión se aplazarán. Teniendo en cuenta el crecimiento en ingresos en comparación con el crecimiento de la inversión, esperamos que la tasa de reinversión sea del 56% para los primeros cinco años estimados, y del 50% a partir de entonces y hasta el décimo año. A partir de entonces, la tasa de reinversión será del 45%.

- **Amortización.** Se ubica bajo la rúbrica “Amortization of content assets”. Seleccionando el periodo 2017-2021, se obtiene un CAGR del 14,56%. Se estiman aumentos del 10%, con el límite de la cifra de reinversión.
- **NOF.** Se halla en el estado de flujos de efectivo bajo la partida “Changes in operating assets and liabilities”, que engloba todos los conceptos referidos a las necesidades operativas de fondos de Netflix. Si seleccionamos el periodo 2017-2021, obtenemos un CAGR del 12,8%. Este crecimiento se mantiene durante todos los años estimados. En perpetuidad se le atribuye un 3% de crecimiento.

Recogemos las estimaciones en la siguiente tabla:

Tabla 5.9. Proyecciones de las variables determinantes

	Año base	Años 1-5	Años 6-10	Año +10
Crec. Ingresos	29.698 \$Mn (+4,184%)	Crece hasta el 5,4%	Crece hasta el 7,11%	3%
Margen operativo	19,67%	Crece hasta el 23%	Crece hasta el 26%	26%
Tasa impositiva	12,39%	Crece hasta el 18%	Crece hasta el 23%	23%
Reinversión	59,65	56%	Decrece hasta el 50%	45%
Amortización	12.230 \$Mn (+14,5%)	10%	10%	
NOF	-241,97 \$Mn (+12,8%)	12,8%	12,8%	3%

Fuente: Elaboración propia

Con la finalidad de hallar los flujos de caja libre de Netflix, presentamos los siguientes cálculos en la tabla 5.10 confeccionada:

Tabla 5.10. Cálculo de los flujos de caja libre de Netflix

Año	Crec.	Ingresos (\$Mn)	Margen operativo	EBIT (\$Mn)	EBIT (1- T)	Amortización (\$Mn)	Reinversión	Reinversión (\$Mn)	NOF (\$Mn)	FCF (\$Mn)
1	4,4%	31.004,71	20,3%	6.293,96	5.456,86	13.453	56%	17.362,6	(272,9)	1.274,36
2	4,6%	32.430,93	20,94%	6.791,04	5.819,9	14.798,3	56%	18.161,3	(307,8)	2.149,1
3	4,9%	34.020,04	21,6%	7.348,33	6.216,69	16.278,1	56%	19.051,2	(347,2)	3.096,4
4	5,2%	35.789,08	22,3%	7.980,96	6.656,12	17.905,9	56%	20.041,9	(391,6)	4.128,52
5	5,4%	37.721,69	23%	8.676	7.114,32	19.696,5	56%	21.124,1	(441,7)	5.245,02
6	5,7%	39.871,83	23,5%	9.369,88	7.598,97	21.666,15	54,7%	21.809,9	(498,2)	6.957,02
7	6%	42.264,14	24,1%	10.185,66	8.168,9	22.569	53,4%	22.569	(561,9)	7.607
8	6,3%	44.926,78	24,7%	11.096,91	8.788,75	23.451,8	52,2%	23.451,8	(633,8)	8.154,95
9	6,6%	47.891,95	25,3%	12.116,66	9.463,1	24.424,8	51%	24.424,8	(714,9)	8.748,2
10	7,1%	51.292,28	26%	13.335,99	10.268,71	25.646,1	50%	25.646,1	(806,4)	9.462,31
11	3%	52.831,05	26%	13.736,073	10.576,77	23.774	45%	23.774	(830,6)	9.746,17

Fuente: Elaboración propia

5.2.2 Coste de capital de Netflix

Para calcular el coste de capital (WAAC) requerimos determinar los elementos que constituyen la ecuación, que son tanto el coste de la deuda como el coste de los fondos propios. En el caso de que se hubiesen emitido acciones preferentes sería necesario tenerlo en cuenta para nuestros cálculos; no obstante, Netflix no tiene acciones preferentes en circulación. La compañía también posee deuda, por lo que es pertinente incluir en nuestros cálculos su coste.

En primer lugar, calculamos el coste de la deuda después de impuestos. Al propósito, dicho cálculo se formula como el cociente entre los intereses pagados por Netflix en el año 2021 (puede consultarse en el 10-k de 2021) y su deuda total. Para recoger el efecto fiscal de la deuda, el resultado del cálculo anterior se ajusta por la tasa impositiva efectiva de Netflix, también del año 2021, del 12,4%.

$$k_d(1 - t) = \frac{\text{Intereses pagados}}{\text{Deuda total}} (1 - t) = \frac{765.620.000}{15.392.895.000} (1 - 0,124) = 4,36\%$$

En segundo lugar, el coste de los fondos propios, dado que Netflix no reparte dividendos, se obtiene mediante el modelo CAPM. Las variables necesarias, en este caso, son:

- Rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f). Nos fijamos en el rendimiento del bono estadounidense a 10 años: 3,586% a 9 de diciembre de 2022.
- Beta de las acciones de Netflix (β). Se han usado las rentabilidades mensuales de Netflix y el índice americano de cotización Nasdaq durante los últimos 5 años, arrojando así un valor de 1,28.
- Rentabilidad esperada de mercado (R_{mkt}). Netflix forma parte del Nasdaq, por lo que empleamos la rentabilidad anualizada del índice desde enero de 1990 hasta enero de 2022, dando como resultado una rentabilidad del 12,4%.

Una vez obtenidas las cifras de cada variable las introducimos en el modelo CAPM. Se calcula el coste de los fondos propios:

$$k_e = R_f + \beta [E (R_{mkt}) - R_f] = 3,586\% + 1,28(12,4\% - 3,586\%) = 14,87\%$$

Por último, tras haber obtenido los costes de financiación de los componentes que conforman la estructura de capital de Netflix, calculamos el WACC:

$$WACC = \frac{E k_e + D k_d (1 - T)}{E + D} = \frac{15.849.248.000 (0,1487) + 15.392.895.000 (0,0436)}{31.242.143.000} = 9,7\%$$

Con esto, tenemos la tasa de descuento apropiada para los flujos de caja estimados. Aplicaremos dicho descuento en el siguiente apartado.

5.2.3 Descuento de FCF de Netflix

Para terminar, ya obtenidos tanto los flujos de caja libre de Netflix como su tasa de descuento apropiada, los juntamos en la ecuación para hallar el valor actual de los flujos de caja libre que se le estiman a Netflix para el futuro. Rescatamos la fórmula presentada en el marco teórico y sustituimos los flujos de caja y tasa de descuento estimados.

$$\text{Valor actual} = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_{10} + \left[\frac{FCF_{11}}{(WACC - g)} \right]}{(1 + WACC)^{10}}$$

Los flujos de caja libres calculados en la tabla 5.10 se insertan en sus respectivos espacios en la fórmula. Asimismo, se aplica la tasa de descuento, obteniendo así el valor actual de la compañía. En perpetuidad, con la finalidad de calcular el valor terminal, asignamos, según lo previsto con anterioridad, un crecimiento (g) del 3%. Los resultados se recogen en la tabla 5.11. Se contrapone el valor total resultante de Netflix al número de acciones en circulación y se extrae el valor por acción de la compañía, que se eleva a los 197,42 dólares por acción.

Tabla 5.11. Cálculos para obtener el valor por acción de Netflix

Valor actual	30.221,16 \$Mn
Valor terminal	57.635,88 \$Mn
Valor total de Netflix	87.857,04 \$Mn
Número de acciones	445.020.494
Valor por acción	\$ 197,42

Fuente: elaboración propia.

5.2.4 Aplicación práctica del margen de seguridad

Como último paso, para conocer cómo encaja el valor por acción estimado a los estándares inversores fijados en la teoría, aplicamos la fórmula del margen de seguridad:

$$\text{Margen de seguridad} = [1 - (\text{Precio de mercado} / \text{Valor intrínseco})] \times 100$$

$$\text{Margen de seguridad} = [1 - (294,96 / 197,42)] \times 100 = -49,41\%$$

A fecha 23/12/2022 el precio de cotización al cierre de sesión de Netflix es de 294,96 dólares. Aplicando la fórmula del margen de seguridad, se aprecia que en el mercado está cotizando con un sobreprecio del 49,41% frente a su valor intrínseco.

Además, este nivel de precios implica un potencial de bajada del 33,07% hasta alcanzar el valor intrínseco.

6. CONCLUSIONES

El objetivo principal de este trabajo era mostrar la utilidad del análisis fundamental para tomar decisiones en el mercado bursátil. En este sentido, podemos destacar que el análisis fundamental es una técnica muy relevante para tomar decisiones de inversión/desinversión en empresas cotizadas, y para ello el método más adecuado es el de descuento de flujos.

Puesto que el trabajo se ha dividido en dos partes: marco teórico y caso práctico, cabe extraer conclusiones de cada una de ellas. Por un lado, las conclusiones derivadas de la investigación y articulación de un marco teórico. Por otro lado, las conclusiones relativas al caso práctico planteado: la valoración de Netflix.

6.1 CONCLUSIONES: MARCO TEÓRICO

En primer lugar, hemos desarrollado el concepto de valoración, determinando su utilidad práctica. De la misma forma, hemos resuelto la duda de cuál es el método de valoración habitualmente más recomendado, a saber, el descuento de flujos de caja.

Seguidamente, hemos expuesto la hipótesis de los mercados eficientes y sus distintos niveles, así como sus implicaciones y críticas. Hemos concluido que la valoración es una herramienta de análisis válida y ello ha posibilitado el ulterior desarrollo del trabajo.

En virtud de las conclusiones anteriores, se ha desarrollado el análisis fundamental, dando como resultado el valor intrínseco. Asimismo, tras realizar algunas matizaciones sobre el análisis fundamental, hemos introducido el margen de seguridad como elemento de última instancia para refrendar los resultados de la valoración de Netflix.

Por último, hemos planteado un modelo de valoración por considerarlo adecuado a nuestro propósito. Hemos destacado la necesidad de información de naturaleza cualitativa para su posterior cuantificación, respetando la coherencia que impera durante este proceso.

6.2 CONCLUSIONES: NETFLIX

Hemos analizado en detalle a Netflix y hemos estudiado su mercado y a su competencia, trazando una narrativa completa sobre la empresa. Netflix es una empresa cuyo modelo de negocio se halla en fase de maduración, pero que tiene a su alcance una infinidad de métodos de crecimiento. Su mercado, el segmento de los servicios de vídeo bajo demanda, es oligopolista, caracterizado por una intensa competencia y con unas necesidades de reinversión elevadas en lo tocante a activos intangibles. A diferencia de sus competidores, Netflix ha alcanzado una sólida posición, siendo la empresa con mayores factores diferenciales, lo que se refleja en sus márgenes operativos. Pese a ello, competidores como Disney hacen peligrar su estatus, amenazando con equipararse en número de suscriptores. A la luz del análisis, Netflix todavía tiene mucho por demostrar, pero posee las ventajas y el potencial para seguir creciendo a un ritmo sostenible. El crecimiento futuro se asienta sobre incrementos en la rentabilidad de sus activos y sobre la búsqueda de nuevas fuentes de ingresos.

A tenor de los principios que se desprenden de la narrativa, nos hemos centrado en el comportamiento de un conjunto de variables, cuya información ordenamos y cuantificamos para su uso en las estimaciones numéricas. Dichas estimaciones plantean un crecimiento en ingresos positivo y moderado en el tiempo, un crecimiento de los márgenes operativos igualmente modesto, un aumento sustancial de la tasa impositiva e incrementos proporcionalmente menores de la inversión.

En conclusión, hemos obtenido una valoración de 197,42 dólares por acción. En virtud de los criterios autoimpuestos, en lo relativo al margen de seguridad negativo del 49,41%, estamos ante una acción sobrevalorada por el mercado. Por ello, nuestra recomendación de inversión sugiere la venta de Netflix según el precio actual de mercado (aproximadamente de 294,96 dólares).

BIBLIOGRAFÍA

- Berkshire Hathaway annual & interim reports. (s/f). Berkshirehathaway.com.
Recuperado el 18 de diciembre de 2022, de
<https://www.berkshirehathaway.com/reports.html>
- Caballer Mellado, V. (1998). *Métodos de valoración de empresas*. Ediciones Pirámide.
- Companies ranked by Market Cap - *CompaniesMarketCap.com*. (s. f.).

<https://companiesmarketcap.com/>
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Philosophies: successful strategies and the investors who made them*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2017) *Narrative and numbers: The value of stories in business*. New York: Columbia University Press.
- Damodaran, A. (2021) *El Pequeño Libro de la valoración de Empresas: Cómo Valorar Una compañía, Elegir Una acción y obtener ganancias*. Zalla: Deusto.
- Estimated advertising revenue of Netflix and Disney+ worldwide from 2023 to 2025*.
(2022, 4 julio). Statista. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1283686/netflix-disneyplus-ad-revenue/>
- Fama, E. F. & French, K. R. (2008). Dissecting Anomalies. *The Journal of Finance*, 63(4), 1653-1678. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01371.x>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fernández Pablo (2002) *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández Pablo (2004) *Valoración de empresas: Cómo medir y Gestionar La Creación de Valor*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández Pablo (2005) *Guía rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. *IESE Research Papers*.
Recuperado de: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Graham, B. & Dodd, D. (2008). *Security Analysis: Sixth Edition, Foreword by Warren Buffett* (6th Revised ed.). McGraw-Hill Education. Recuperado de:

<https://glenbradford.com/files/Stocks/security-analysis-benjamin-graham-6th-edition-pdf-february-24-2010-12-08-am-3-0-meg.pdf>

Graham, B. (2006). *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel (Revised Edition) (Collins Business Essentials)* by Benjamin Graham Jason Zweig (2006-02-21) (Revised ed.). Harper Business.

Graham, B. y Dodd, D. L. (1934). *Security Analysis*. (6.ª ed.). Barcelona: Deusto.

Greenwood, R., Hanson, S., Shleifer, A. & Sørensen, J. A. (2020). Predictable Financial Crises. *The Journal of Finance*, vol 77(2), pages 863-921.
<https://doi.org/10.3386/w27396>

Gruenwedel, E. (2022, 7 noviembre). *JustWatch: Netflix Third-Quarter Market Share Remains Tops Among U.S. Streamers, Despite Sub Losses*. Media Play News.

<https://www.mediaplaynews.com/justwatch-netflix-third-quarter-market-share-remains-tops-among-u-s-streamers-despite-sub-losses/>

Huston, C. (2022, April 28). *Despite Netflix's stumble, Hollywood's streaming content spend may increase in near-term*. The Hollywood Reporter. Recuperado el 19 de diciembre, 2022, de

<https://www.hollywoodreporter.com/business/digital/despite-netflixs-stumble-hollywoods-streaming-content-spend-may-increase-in-near-term-1235135637/>

Kahneman, D. (2003). Mapas de racionalidad limitada: psicología para una economía conductual. Discurso pronunciado en el acto de entrega del premio Nobel de Economía 2002. *RAE: Revista Asturiana de Economía*, 28, 181-225.

Kelly, K. (1997) *New rules for the new economy*, *Wired*. Conde Nast. Available at: <https://www.wired.com/1997/09/newrules/> (Accessed: December 9, 2022).

Kolb, R.W. (1987) *Financial management*. Glenview, IL: Scott, Foresman and Company.

Letter to Shareholders Q1 2022. (2022). En *Netflix*. Recuperado 19 de diciembre de 2022, de

https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/2022/q1/FINAL-Q1-22-Shareholder-Letter.pdf

- Letter to Shareholders. (2022). En *Netflix*. Recuperado 18 de diciembre de 2022, de https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/2022/q3/FINAL-Q3-22-Shareholder-Letter.pdf
- Lubian, F.L. and de, L.B.W. (2001) *Valoración de Empresas en la práctica*. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.
- Maglio, T. (2022, August 11). *Disney+ soars, Netflix sinks: Here's how many subscribers 10 key streamers have now*. IndieWire. Retrieved December 20, 2022, from <https://www.indiewire.com/2022/08/how-many-subscribers-netflix-hbo-max-disney-plus-1234744445/>
- Malkiel, B. G. (2004). *Un Paseo Aleatorio Por Wall Street / A Random Walk Down Wall Street: La Estrategia Para Invertir Con Exito/ The Strategy of Successful Investment* (Translation). Alianza Editorial Sa.
- Marín José María, Rubio, G. and Mas-Colell, A. (2001) *Economía financiera*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Menger, C. (2019). *Principles of Economics*. Ludwig von Mises Institute.
- Merton, R. C. (1998). Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later. *The American Economic Review*, 88(3), 323–349. <http://www.jstor.org/stable/116838>
- Nasdaq.com. (s/f). Nasdaq.com. Recuperado el 24 de diciembre de 2022, de <https://www.nasdaq.com/es/market-activity>
- Netflix - Financials - Annual Reports & Proxies*. (s. f.). <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports-and-proxies/default.aspx>
- Netflix - Overview - Top Investor Questions*. (s. f.). <https://ir.netflix.net/ir-overview/top-investor-questions/default.aspx>
- Netflix Income Statement 2009-2022 | NFLX*. (s. f.). MacroTrends. <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/NFLX/netflix/income-statement>
- Netflix partnerships · Partnerbase*. Netflix Partnerships · Partnerbase. (s/f). Recuperado diciembre 18, 2022, de: <https://www.partnerbase.com/netflix>

Netflix Return on Investment 2010-2022 | NFLX. (s. f.). MacroTrends.

<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/NFLX/netflix/roi>

Paying to Share Netflix Outside Your Household. (s. f.). About Netflix.

<https://about.netflix.com/en/news/paying-to-share-netflix-outside-your-household>

Priestley, J. (2022, 26 agosto). *Analysts: Netflix set for bigger ad revenues in Western Europe than United States.* TVBEurope.

<https://www.tvbeurope.com/business/analysts-netflix-set-for-bigger-ad-revenues-in-western-europe-than-united-states>

Reporte anual 10k de 2021. (2022). En *Netflix*. Recuperado 19 de diciembre de 2022, de https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/2021/q4/da27d24b-9358-4b5c-a424-6da061d91836.pdf

Ritter, J. R. (1988). The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year. *The Journal of Finance*, 43(3), 701-717.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04601.x>

Statista. (2021). Statista Dossier on Hulu. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/study/56278/hulu/>

Statista. (2022). Content investment of major subscription-video-on-demand (SVoD) platforms from 2013 to 2018. (2022). *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1044900/content-spend-streaming-services/>

Statista. (2022). Content spending of Netflix worldwide from 2016 to 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/964789/netflix-content-spend-worldwide/>

Statista. (2022). Content spending of selected media and streaming companies worldwide in 2021 and 2026. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/964789/netflix-content-spend-worldwide/>

[com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1248339/content-spend-media-streaming-companies-worldwide/](https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1248339/content-spend-media-streaming-companies-worldwide/)

Statista. (2022). Netflix`s average monthly revenue per paying customer worldwide from 2016 to 2021. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/976588/netflix-monthly-streaming-revenue-per-customer/>

Statista. (2022). Netflix`s quarterly average monthly revenue per streaming customer worldwide in 3rd quarter of 2022, by region. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1090018/netflix-global-quarterly-arpu-by-region/>

Statista. (2022). Number of Amazon Prime members in the United States in selected quarters from 4th quarter 2014 to 2nd quarter 2021. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1223385/amazon-prime-subscribers-in-the-united-states/>

Statista. (2022). Number of Disney Plus subscribers worldwide from 1st quarter 2020 to 4th quarter 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/1095372/disney-plus-number-of-subscribers-us/>

Statista. (2022). Number of Netflix paid subscribers worldwide from 1st quarter 2013 to 3rd quarter 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/250934/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-worldwide/>

Statista. (2022). Number of Netflix paid subscribers worldwide from 1st quarter 2013 to 3rd quarter 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/250934/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-worldwide/>

[com.unileon.idm.oclc.org/statistics/250934/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-worldwide/](https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/250934/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-worldwide/)

Statista. (2022). Number of Netflix paying streaming subscribers in the United States and Canada from 1st quarter 2013 to 3rd quarter 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/250937/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-in-the-us/>

Statista. (2022). Número de suscriptores de Netflix por región. *Statista*. Recuperado de <https://es.statista.com/grafico/23981/numero-de-suscriptores-de-netflix-por-region/>

Statista. (2022). Revenue generated by Netflix from 1st quarter 2013 to 3rd quarter 2022. *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/statistics/273883/netflixs-quarterly-revenue/>

Statista. (2022). Statista Dossier on Home Box Office (HBO). *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.unileon.idm.oclc.org/study/48764/home-box-office-hbo/>

Unlimited movies, TV shows, and more. Netflix. (s/f). Recuperado de: <https://www.netflix.com/>

Video Streaming (SVoD) - Worldwide. (2022). Statista. Recuperado de <https://es-statista-com.unileon.idm.oclc.org/outlook/dmo/digital-media/video-on-demand/video-streaming-svod/worldwide?currency=USD>

Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment Value*. Amsterdam University Press.

Yahoo Finanzas: Bolsa de valores en directo, cotizaciones, noticias empresariales y financieras. (s/f). Yahoo.com. Recuperado el 24 de diciembre de 2022, de <https://es.finance.yahoo.com/>