

# NETFLIX: Una mirada interna a sus finanzas.

Cr. Diego Baptista; Cr. Matías Crespo; Cr. Gonzalo De La Ascención

## RESUMEN

El presente estudio tiene como finalidad analizar la situación económica, financiera y patrimonial actual de una empresa caracterizada por una propuesta de valor innovadora que ha revolucionado al mundo del entretenimiento y de la cual se proyecta como una empresa mundial en crecimiento, formando actualmente parte del Índice S&P 500: Netflix.

Se adopta una metodología esencialmente práctica, abordando el análisis de Netflix de acuerdo a las diversas teorías financieras vigentes, adoptando distintos enfoques, señalando sus virtudes y carencias, para concluir sobre aspectos claves de su gestión. Se utiliza con tal propósito, la plataforma financiera Bloomberg, donde se obtienen datos y gráficos como insumos del presente trabajo, y el software estadístico SPSS para procesar, ordenar y proyectar datos.

Se busca abordar la problemática vigente de cómo valorar una empresa en la práctica con diferentes técnicas (importe en libros, market capitalization, deudas-fondos propios a valores de mercado, enterprise value, price/earnings, valor presente de flujo de fondos futuros), que arrojan resultados diferentes según el enfoque adoptado. En tal sentido es esencial conocer distintos abordajes para defender su valor que ronda entre los 48 y 52 mil millones de dólares, con una postura firme y sólida ante una eventual negociación. Se estudia el valor de Beta, como medida de riesgo sistemático, interpretando su valor y relacionándolo con la creación de valor. Se arriba a un Beta "agresivo", donde la variabilidad de los rendimientos obtenidos por Netflix son mayores que la variabilidad de los rendimientos del mercado. También se analiza la generación y aplicación de fondos en base a la última información contable presentada, que muestren indicios de posibles estrategias comerciales y proyectos de inversión futuros. Se observó que el aumento de las deudas y fondos propios fue utilizado en gran parte para la cobertura de déficits en las operaciones y actividades de inversión. Asimismo, se analiza la rentabilidad de la empresa a través del ROE, ROA, ROIC, aspecto sustancial para los accionistas que ha mostrado gran volatilidad. Cabe determinar además cómo incide el efecto Leverage en la rentabilidad de los fondos propios, de acuerdo a aproximaciones prácticas, señalizando que cuando el ROA es mayor al costo de la deuda conviene que Netflix se endeude, ya que al aumentar su apalancamiento (D/E), la rentabilidad de los fondos propios se incrementa. Luego se comenta la situación de la liquidez de la empresa, evidenciando problemas de iliquidez de carácter problemático y estructural, característico de empresas en crecimiento. Además, se analiza la estructura financiera y su evolución, arribando al cálculo del costo promedio de capital de la empresa (WACC), que ronda el 11%. Finalmente se busca medir la creación de valor (EVA), en donde se puede apreciar cierta volatilidad y eventual destrucción de valor en los últimos años.

El trabajo busca señalar las problemáticas prácticas encontradas al abordar el estudio financiero de Netflix, donde distintos enfoques arrojan resultados diferentes. Se concluye sobre la necesidad de utilizar todo el instrumental financiero disponible para abordar un estudio completo, destacando la utilidad práctica de un adecuado manejo de Bloomberg y SPSS.

### Palabras Claves:

*Análisis financiero.*

*Netflix.*

*Bloomberg.*

*WACC (Weighted Average Cost of Capital / Costo Promedio de Capital).*

*EVA (Economic Value Added / Valor Económico Agregado)*

### Introducción.

La empresa que hemos seleccionado y que constituye el objeto de estudio forma parte del Índice S&P 500: **NETFLIX**. Dicha elección consideramos de particular interés por su

propuesta de valor innovadora que ha revolucionado el mundo del entretenimiento y de la cual se proyecta como una empresa mundial en crecimiento.

De acuerdo al Perfil de la Compañía (Netflix, 2016), "*Netflix es la red de televisión por Internet más importantes del mundo, con más de 81 millones de miembros en más de 190 países que disfrutan de más de 125 millones de horas de programas de televisión y películas por día, incluyendo series originales, documentales y largometrajes. Los miembros pueden ver todo lo que quieran, en cualquier momento y en cualquier lugar, en casi cualquier pantalla conectada a Internet. Los usuarios pueden reproducir, pausar y reanudar el visionado, todo ello sin anuncios o compromisos.*"

A los efectos de realizar un adecuado análisis financiero de Netflix, **es imprescindible contar con las principales noticias y acontecimiento desde su fundación**, en la medida que las decisiones que ha tomado la empresa a lo largo de su historia así como su entorno en donde desarrolla sus negocios impactan en su situación económica y financiera presente y futura. En tal sentido, señalamos a continuación los principales acontecimientos (David, Página web: <https://www.netflixados.com/netflix-en-numeros/>, 2015): **(a) en 1997:** fundación; **(b) en 1999:** Primer envío de DVD; **(c) en 2000:**Blockbuster rechaza la compra de Netflix por 50 millones de dólares; **(d) en 2002:** salida a bolsa (15 dólares por acción); **(e) en 2005:** un millón de DVD's enviados al día; **(f) en 2007:** mil millones de DVD's enviados, empieza la mutación al vídeo bajo demanda; **(g) en 2010:** el servicio online se independiza del envío de DVD's, La compañía comenzó a ofrecer servicio de streaming en el mercado internacional el 22/09/2010 en Canadá abriendo paso hacia la expansión internacional; **(h) en 2012:** 27 millones de suscriptores; **(i) en 2013:** 40 millones de suscriptores;**(j) en 2014:** 57 millones de suscriptores; **(k) en 2015:** 69 millones de suscriptores (octubre). También señala el autor una serie de **curiosidades** a tener en cuenta: **(a)**Tiene 43 millones de suscriptores en Estados Unidos; **(b)** Superó a HBO en suscriptores (29 millones a 28 millones) en septiembre de 2013; **(c)** Los usuarios consumen 10 mil millones de horas de Netflix al mes; **(d)** El 36% de los hogares de Estados Unidos tienen Netflix; **(e)** El 90% de sus usuarios ven sus contenidos originales (House of Cards, Beasts of No Nation, otros); **(f)** El 60% reconoce que practica el binge-watching de forma regular; **(g)** Consumo en USA por generación: Babyboomers – 26% / Generación X – 38% / Millennials – 79%; **(h)** Más de un tercio del ancho de banda consumido en todo Estados Unidos es debido a Netflix; **(i)** El 78% de sus usuarios ven Netflix en la televisión; **(j)** Cada servidor de Netflix tiene entre 100 y 150 terabytes de memoria; **(k)** Suma 45 nominaciones a los Emmy, 10 a los Globos de Oro y 2 a los Oscar; **(l)** Ganó su primer Emmy gracias a la serie House of Cards; **(m)** En 2013 pagó 200 millones de dólares por la producción de cinco series de Marvel; **(n)** Se consumen una media de 93 minutos de Netflix por persona y día; **(ñ)** Se consumen una media de 45 GB de Netflix por persona al mes; **(o)** Se gasta más de 150 millones de dólares al año en mejorar su algoritmo de recomendaciones; **(p)** Hoy en día aún hay 5,5 millones de suscriptores del servicio de alquiler de DVD's de Netflix; **(q)** La serie más vista en Netflix es Breaking Bad; **(r)** Cuenta con unos 900 trabajadores en sus oficinas centrales de Los Gatos; y **(s)**Netflix está presente en más de 50 países.



▲ **Figura 1:** Fuente: Wikipedia. <https://es.wikipedia.org/wiki/Netflix>, 2016

## Metodología de la investigación.

La investigación propuesta se centra en el plano práctico, utilizando diversas teorías financieras vigentes para realizar el análisis financiero, económico y patrimonial de Netflix, para arribar a una conclusión acerca de su actual desempeño a nivel mundial y proyecciones de su comportamiento en el futuro.

Contamos con el acceso de la plataforma financiera Bloomberg para extraer datos de interés y relevancia, disponible en la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la UdelaR. Por otra parte, se utilizó el software estadístico SPSS para procesar, ordenar y proyectar datos.

## ¿Cuánto vale Netflix?

Existen diversas formas de valorar una empresa, cada una con sus ventajas y desventajas. Desde un **enfoque en términos absolutos**, encontramos:

(1) **Valor de libros**: patrimonio neto o fondos propios referidos al valor que las acciones de una empresa bajo el supuesto de "empresa en marcha", reflejado en el neto de activos menos los pasivos de la organización.

(2) **Valor de liquidación**: contrario al supuesto de "empresa en marcha", el valor liquidación de una empresa parte del supuesto que la misma cesará sus actividades, en donde los recursos serán vendidos de forma inmediata en el mercado, es decir se "liquidan", y a la vez las obligaciones de la firma también serán efectivizadas de forma inmediata. El resultado económico de esta operación, deduciendo los gastos incurridos en dicho proceso, corresponderá al valor del patrimonio restante, y reflejará el valor liquidación que la firma posee. Cabe señalar que el valor reflejado de este modo, constituye un valor mínimo de la empresa, ya que usualmente el valor de una empresa, suponiendo su continuidad, es superior al valor de liquidación de ésta, lo que realmente es útil a los efectos de negociar la venta de una empresa.

(3) **Valor de mercado**: una aproximación constituye la última valoración que los agentes compradores de la firma pagaron por la propiedad, es decir por su capital accionario. Otra aproximación, desde una perspectiva de los activos, constituye la suma del valor de mercado de las deudas y del valor de mercado del patrimonio.

(4) **Valor Justo (Fair Value)**: valor que resulta de actualizar los flujos de fondos de caja esperados a lo que da derecho el activo o instrumento de financiamiento, en un período de tiempo relevante, utilizando una tasa de descuento o tasa de rendimiento requerida.

Por otro lado, desde un **enfoque relativo**, se utiliza la **Valuación a través de Múltiplos**, siendo el más utilizado en la práctica el **criterio del P/E** (Price Earning Ratio / Ratio Precio a Ganancias) que indica el múltiplo del beneficio de la empresa por acción respecto al valor que se pagó por la acción de la empresa en la última operación realizada. Otro alcance del ratio es el uso del **P/E Relativo**, que expresa la relación entre el P/E de una empresa y el P/E de un país, o empresas de un sector, o cualquier otra definición que se desee con el propósito de realizar comparaciones.

Desde un punto de vista teórico, de acuerdo al enfoque de **Modigliani y Miller** señalado por Pascale (Pascale, 2009), una empresa endeudada genera más fondos para repartir entre sus acreedores y accionistas que una empresa sin deuda, bajo ciertos supuestos, el **valor de la empresa endeudada ( $V_L$ ) es el valor de la empresa sin deuda ( $V_U$ ) más el importe de la deuda ( $D$ ) multiplicado por la tasa de impuesto ( $t$ ).**

$$V_L = V_U + t * D$$

**Profundizando la aproximación** de acuerdo a Roldós (Roldós, 2016), para valorar a una empresa de la forma más adecuada, es necesario considerar que el valor de la protección fiscal ( $t \cdot D$ ) es un concepto que está en **incertidumbre** dado que si se obtiene un resultado final negativo en el ER, no se puede aprovechar al máximo el beneficio fiscal. Asimismo, es necesario tener en consideración los **costos de bancarrota** (fruto de la imperfección del mercado) y eventuales **costos de agencia** (conflictos entre accionistas y acreedores financieros – conflictos entre accionistas y administradores). Por lo tanto, podemos decir que una buena aproximación al valor de una empresa se cumple con la siguiente fórmula:

**Valor de la empresa = Valor de la empresa sin endeudamiento + Valor de la protección fiscal con incertidumbre – Valor presente de los costos de bancarrota – Valor presente de los costos de agencia.**

Entendemos nosotros que un conjunto de activos que forman parte de una empresa valen según su capacidad de generar flujos de efectivo futuros, a raíz de su utilización con fines comerciales, industriales y/o de servicios enmarcados en la propuesta de valor que representa el negocio en particular, buscando que el flujo de fondos generados en un determinado período sea superior al flujo generado en un uso alternativo, teniendo en cuenta el concepto de costo oportunidad. En tal sentido, es pertinente determinar el valor de una empresa a través del cálculo del **valor presente de los flujos de efectivo futuro** para arribar al **Valor Justo (Fair Value)**. Sin embargo, para ello, es imprescindible disponer de información interna de la empresa (“inside information”) para calcular los flujos de fondos que se estiman va a generar el negocio. Además, se debe poner especial énfasis en el análisis de los supuestos, fundamentalmente en cuanto a su credibilidad y probabilidad de concreción. Cabe señalar asimismo, la dificultad práctica de arribar a un valor de rescate o terminal del negocio, que recoja de la mejor manera posible el valor remanente de los activos al final del horizonte de proyección. Por lo expuesto anteriormente y dado que no tenemos acceso a tal información, agregando que la información pública que se maneja básicamente es de carácter histórico (con excepción de algunas proyecciones de informes financieros al 2018 realizados por NOMURA), proponemos seguir otras aproximaciones.

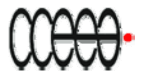
Por otra parte, el valor de una empresa para un año "j" puede ser definido como la **suma del valor de mercado de las deudas ( $D_j$ ) y el valor de mercado del capital ( $FP_j$ )**, dado que de no ser así, se produciría una especie de arbitraje que volvería iguales los valores de empresas que tengan el mismo resultado operativo (GAI o Ganancia Antes de Impuestos e Intereses) dado un nivel de riesgo similar, bajo los supuestos de mercado perfectos y la implicancia de que el nivel de endeudamiento del inversor y de la empresa son intercambiables. En tal sentido, es aplicable la siguiente fórmula, según Roldós (Roldós, 2016), donde GAI son las Ganancias Antes de Intereses y R/A es la rentabilidad exigida a los activos o tasa de capitalización exigida a los activos, que puede ser entendida como el CPC o Costo Promedio de Capital:

$$V_j = FP_j + D_j = GAI/(R/A)_j$$

De acuerdo a la información de Bloomberg (Tabla 1), aplicamos la fórmula anterior para cada año a partir del 2006 al 2015 inclusive, con valores expresados en millones de USD:

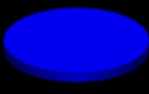
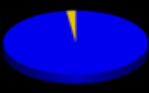

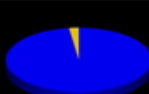



$$\begin{aligned} V_{2006} &= FP_{2006} + D_{2006} = 1.774,3 + 0 = 1.774,3 \\ V_{2007} &= FP_{2007} + D_{2007} = 1.728 + (0,8 + 35,7) = 1.764,5 \end{aligned}$$

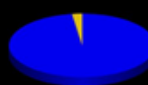




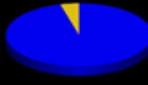
$$\begin{aligned}
 V_{2008} &= FP_{2008} + D_{2008} = 1.759,4 + (1,2+38) = 1.798,5 \\
 V_{2009} &= FP_{2009} + D_{2009} = 2.944 + (1,4+236) = 3.182 \\
 V_{2010} &= FP_{2010} + D_{2010} = 9.273,8 + (2,1+234,1) = 9.510 \\
 V_{2011} &= FP_{2011} + D_{2011} = 3.838,6 + (2,3+200) = 4.040,9 \\
 V_{2012} &= FP_{2012} + D_{2012} = 5.146,8 + 200 = 5.346,8 \\
 V_{2013} &= FP_{2013} + D_{2013} = 21.945,5 + 500 = 22.445,5 \\
 V_{2014} &= FP_{2014} + D_{2014} = 20.638,7 + 885,8 = 21.524,5 \\
 V_{2015} &= FP_{2015} + D_{2015} = 48.947,8 + 2.371,4 = 51.319,2
 \end{aligned}$$

▼ Tabla 1: Coste de Capital. Fuente: Bloomberg, 2016


Netflix Inc				Per	A	2006
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	100.0%	11.1%	11.1%	Cap merc	1,774.3	100.0%
4) Coste de deuda (D)	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda CP	0.0	0.0%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	0.0	0.0%
WACC			11.1%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	1,774.3	100.0%
Netflix Inc				Per	A	2007
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	97.9%	11.8%	11.5%	Cap merc	1,728.0	97.9%
4) Coste de deuda (D)	2.1%	3.3%	0.1%	Deuda CP	0.8	0.0%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	35.7	2.0%
WACC			11.6%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	1,764.5	100.0%
NFLX US Equity				1) Crear informe	2) A Excel	Coste promedio pond capital
Netflix Inc				Per	A	2009
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	92.5%	10.0%	9.2%	Cap merc	2,944.0	92.5%
4) Coste de deuda (D)	7.5%	3.7%	0.3%	Deuda CP	1.4	0.0%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	236.6	7.4%
WACC			9.5%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	3,182.0	100.0%
NFLX US Equity				1) Crear informe	2) A Excel	Coste promedio pond capital
Netflix Inc				Per	A	2008
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	97.8%	13.0%	12.7%	Cap merc	1,759.4	97.8%
4) Coste de deuda (D)	2.2%	1.9%	0.0%	Deuda CP	1.2	0.1%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	38.0	2.1%
WACC			12.8%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	1,798.5	100.0%
NFLX US Equity				1) Crear informe	2) A Excel	Coste promedio pond capital
Netflix Inc				Per	A	2011
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	95.0%	9.6%	9.1%	Cap merc	3,838.6	95.0%
4) Coste de deuda (D)	5.0%	1.9%	0.1%	Deuda CP	2.3	0.1%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	200.0	4.9%
WACC			9.2%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	4,040.9	100.0%
NFLX US Equity				1) Crear informe	2) A Excel	Coste promedio pond capital
Netflix Inc				Per	A	2010
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	97.5%	8.5%	8.2%	Cap merc	9,273.8	97.5%
4) Coste de deuda (D)	2.5%	3.0%	0.1%	Deuda CP	2.1	0.0%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	234.1	2.5%
WACC			8.3%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	9,510.0	100.0%
NFLX US Equity				1) Crear informe	2) A Excel	Coste promedio pond capital
Netflix Inc				Per	A	2012
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)		
	Pond	Coste	P x C			
3) Capital	96.3%	9.4%	9.1%	Cap merc	5,146.8	96.3%
4) Coste de deuda (D)	3.7%	1.6%	0.1%	Deuda CP	0.0	0.0%
5) Capital preferente	0.0%	0.0%	0.0%	Deuda LP	200.0	3.7%
WACC			9.1%	Cap pref	0.0	0.0%
				Total	5,346.8	100.0%

NFLX US Equity		1) Crear informe		2) A Excel		Coste promedio pond capital	
Netflix Inc				Per		A 2013	
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)			
	Pond	Coste	P x C				
3) Capital	97.8%	12.0%	11.7%		Cap merc	21,945.5	97.8%
4) Coste de deuda (I	2.2%	3.2%	0.1%		Deuda CP	0.0	0.0%
5) Capital preferenti	0.0%	0.0%	0.0%		Deuda LP	500.0	2.2%
WACC			11.8%		Cap pref	0.0	0.0%
					Total	22,445.5	100.0%

NFLX US Equity		1) Crear informe		2) A Excel		Coste promedio pond capital	
Netflix Inc				Per		A 2014	
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)			
	Pond	Coste	P x C				
3) Capital	95.9%	12.6%	12.0%		Cap merc	20,638.7	95.9%
4) Coste de deuda (I	4.1%	2.7%	0.1%		Deuda CP	0.0	0.0%
5) Capital preferenti	0.0%	0.0%	0.0%		Deuda LP	885.8	4.1%
WACC			12.2%		Cap pref	0.0	0.0%
					Total	21,524.5	100.0%

Netflix Inc				Per		A 2015	
Coste de capital				Estructura de capital (Millones USD)			
	Pond	Coste	P x C				
3) Capital	95.4%	12.7%	12.1%		Cap merc	48,947.8	95.4%
4) Coste de deuda (I	4.6%	3.3%	0.2%		Deuda CP	0.0	0.0%
5) Capital preferenti	0.0%	0.0%	0.0%		Deuda LP	2,371.4	4.6%
WACC			12.3%		Cap pref	0.0	0.0%
					Total	51,319.2	100.0%

Otra aproximación para valorar Netflix, constituye su "**Enterprise Value (EV)**" o "Valor de Empresa", utilizada a menudo como una alternativa más amplia al "Market Cap" o "Capitalización del mercado de valores" (precio por acción multiplicado por el número de acciones de una empresa en circulación). El EV se calcula como la capitalización bursátil más deuda, los intereses minoritarios y acciones preferentes, menos el efectivo y sus equivalentes totales. Esta aproximación, se puede considerar como un "**precio de compra teórico**", ya que el comprador estaría dispuesto a pagar el neto entre las deudas a valor de mercado y las disponibilidades con que cuenta la empresa al momento de la negociación. Comparándolo con la aproximación por "Market Cap", EV difiere significativamente y muchos analistas consideran que es una representación más precisa del valor de una empresa.

Fórmula:

**Valor EV = valor de mercado de las acciones ordinarias + valor de mercado de las acciones preferentes + valor de mercado de la deuda + interés minoritario - efectivo e inversiones.**

Aplicamos la fórmula anterior para cada año **a partir del 2002 al 2015 inclusive**, valores expresados en millones de USD de acuerdo a la Tabla 2, tenemos que:

EV 2002 = 145,2	EV 2007 = 1.379,3	EV 2012 = 4.598,7
EV 2003 = 1.255,8	EV 2008 = 1.501,3	EV 2013 = 21.245,1
EV 2004 = 475,8	EV 2009 = 2.861,8	EV 2014 = 19.916,0
EV 2005 = 1.269,4	EV 2010 = 9.159,6	EV 2015 = 49.008,5
EV 2006 = 1.373,9	EV 2011 = 3.243,1	

▼ **Tabla 2:** Valor de la Empresa. Fuente: Bloomberg, 2016

NFLX US Equity		96) Acción			97) Exportar			98) Paráms			Análisis financ		
ADJ Netflix Inc		Plazos 10 Anuales									Divisa USD		
Estados clave		C/R	B/S	F/C	Ratios		Segmentos		Más	ESG	Personal		
Destacados aj		GAAP destacado		Beneficios		Valor de empresa		Múltiplos		Por acción		Valor acción	
En Millones de USD excepto por acción		FY 2013	FY 2014	FY 2015	Actual	FY 2016 Est	FY 2017 Est						
12 meses fin		12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	07/07/2016	12/31/2011	12/31/2017						
Capitalización de mercado		21,945.5	20,638.7	48,947.8	40,731.2								
- Efectivo y equivalentes		1,200.4	1,608.5	2,310.7	2,072.5								
+ Acciones preferentes		0.0	0.0	0.0	0.0								
+ Interés minoritario		0.0	0.0	0.0	0.0								
+ Deuda total		500.0	885.8	2,371.4	2,372.2								
Valor de empresa		21,245.1	19,916.0	49,008.5	41,031.0								

NFLX US Equity		96) Acción			97) Exportar			98) Paráms			Análisis financ		
ADJ Netflix Inc		Plazos 10 Anuales									Divisa USD		
Estados clave		C/R	B/S	F/C	Ratios		Segmentos		Más	ESG	Personal		
Destacados aj		GAAP destacado		Beneficios		Valor de empresa		Múltiplos		Por acción		Valor acción	
En Millones de USD excepto por acción		FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012						
12 meses fin		12/31/2007	12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012						
Capitalización de mercado		1,728.0	1,759.4	2,944.0	9,273.8	3,838.6	5,146.8						
- Efectivo y equivalentes		385.1	297.3	320.2	350.4	797.8	748.1						
+ Acciones preferentes		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
+ Interés minoritario		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
+ Deuda total		36.5	39.1	238.0	236.2	202.3	200.0						
Valor de empresa		1,379.3	1,501.3	2,861.8	9,159.6	3,243.1	4,598.7						

NFLX US Equity		96) Acción			97) Exportar			98) Paráms			Análisis financ		
ADJ Netflix Inc		Plazos 10 Anuales									Divisa USD		
Estados clave		C/R	B/S	F/C	Ratios		Segmentos		Más	ESG	Personal		
Destacados aj		GAAP destacado		Beneficios		Valor de empresa		Múltiplos		Por acción		Valor acción	
En Millones de USD excepto por acción		FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006						
12 meses fin		12/31/2001	12/31/2002	12/31/2003	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006						
Capitalización de mercado		-	247.1	1,390.5	650.2	1,481.7	1,774.3						
- Efectivo y equivalentes		16.1	103.6	135.2	174.5	212.3	400.4						
+ Acciones preferentes		101.8	-	0.0	0.0	0.0	0.0						
+ Interés minoritario		0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0						
+ Deuda total		6.9	1.7	0.5	0.1	0.0	0.0						
Valor de empresa		-	145.2	1,255.8	475.8	1,269.4	1,373.9						

Por otra parte, simplemente a efectos de exposición, presentamos el "**valor de libros**" o "**book value**" de Netflix a partir de sus ESP (Estado de Situación Patrimonial) desde el 2006 al 2015, de acuerdo a las US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles / Principios Contables Generalmente Aceptados de Estados Unidos), información extraída de Bloomberg.

Valor de libros <sub>2006</sub> = 414,2	Valor de libros <sub>2011</sub> = 642,8
Valor de libros <sub>2007</sub> = 429,8	Valor de libros <sub>2012</sub> = 744,7
Valor de libros <sub>2008</sub> = 347,2	Valor de libros <sub>2013</sub> = 1.333,6
Valor de libros <sub>2009</sub> = 199,1	Valor de libros <sub>2014</sub> = 1.857,7
Valor de libros <sub>2010</sub> = 290,2	Valor de libros <sub>2015</sub> = 2.223,4

Consideramos que esta aproximación **no es de las más adecuadas a la realidad**, dado que está cargada de subjetividad porque sus importes dependen altamente de las normas contables utilizadas para su cálculo. En la actualidad distamos de tener criterios unificados entre las normas contables norteamericanas (US GAAP) y las Europeas (NIIF'S o Normas Internacionales de Información Financiera, NIC'S o Normas Internacionales de Contabilidad, SIC'S o Comité de Interpretaciones de las NIC'S), a pesar que los organismos internacionales están trabajando para subsanarlo y probablemente en la próxima década lo veamos funcionando. **No existe consenso en cuanto a la utilidad** de esta aproximación según indica Ross (Ross, 2012), dado que en general, los economistas financieros prefieren usar los valores de mercado cuando miden las razones de deuda, ya que reflejan los valores actuales en lugar de los históricos. Sin embargo, varios analistas indican que el uso de los valores en libros es popular debido a la volatilidad del mercado de valores. Además, empresas como Standard & Poor's y Moody's usan razones de deuda expresadas en valores en libros para medir la capacidad crediticia.

Otra aproximación, es el "**Market Capitalization**" o "**Capitalización de mercado**", entendido como el valor de mercado total en dólares de todas las acciones en circulación de una empresa, que se calcula multiplicando las acciones de una empresa en circulación por el precio actual de mercado de una acción. Los analistas utilizan esta aproximación para determinar el tamaño de una empresa, en contraposición a las ventas o las cifras de activos

totales. Realizando los cálculos de acuerdo a información de Bloomberg, obtenemos desde el 2006 al 2015 inclusive:

▼ **Tabla 3:** Market Capitalization. Fuente: Bloomberg, 2016

NETFLIX INC	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Acciones en circulación:	480.3	454.4	412.0	374.1	369.5	387.8	389.1	417.2	422.9	427.94
Valor de mercado de la acción 31/12	3.694	3.803	4.27	7.87	25.1	9.899	13.227	52.596	48.801	114.38
Market Capitalization	1,774.18	1,728.05	1,759.40	2,944.01	9,273.79	3,838.74	5,146.76	21,945.63	20,638.47	48,947.82

Fuente: Bloomberg

Desde un **enfoque relativo**, es común la utilización de la **Valuación a través de Múltiplos**, analizando el concepto y la variación de diferentes ratios que relacionan el valor de mercado de la empresa con una magnitud contable que se encuentra en el ER (Estado de resultados), directamente ligada con el valor de la empresa, tales como P/E (Price Earning Ratio/Ratio Precio a Ganancias), P/Book (Price to Book/Precio a Valor en libros), EV/EBITDA (Enterprise Value to EBITDA/Valor de la empresa entre resultado bruto de explotación).

De acuerdo a datos obtenidos de Bloomberg, se presentan dichos ratios en el período 2006 al 2015:

▼ **Tabla 4:** Múltiplos. Fuente: Bloomberg, 2016

Netflix Inc (NFLX US) - Múltiplos									
En Millones de USD excepto por acción 12 meses fin	FY 2006 12/31/2006	FY 2009 12/31/2009	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	Actual 07/11/2016
<b>PER</b>	36.42	28.56	60.86	15.82	319.28	173.76	79.08	408.50	326.45
Media	40.35	35.34	60.92	66.63	20.13	847.04	189.62	149.79	
Máx	49.50	48.90	106.72	103.47	319.28	1.312.34	228.61	408.50	
Mín.	29.02	23.63	25.47	15.82	12.28	173.76	79.08	73.80	
<b>P/Libro</b>	4.28	14.78	31.96	5.97	6.91	16.46	11.11	22.01	17.50
Media	6.25	7.53	31.54	34.98	7.15	18.39	17.97	20.90	
Máx	7.67	14.78	52.25	54.34	11.14	28.41	21.65	29.81	
Mín.	4.28	5.01	13.18	5.97	4.64	6.87	11.11	10.37	
<b>EV/EBITDA</b>	18.17	12.44	28.47	7.73	48.17	76.77	43.61	133.14	127.75
Media	122.40	15.37	26.50	31.13	9.70	143.05	84.57	84.05	
Máx	164.05	20.88	46.43	48.41	48.13	230.51	102.66	132.96	
Mín.	18.12	9.99	11.32	7.72	5.70	47.80	43.48	40.48	

Source: Bloomberg

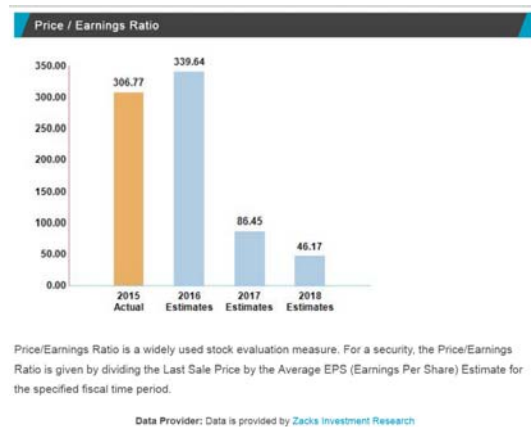
Cabe señalar que uno de los más utilizados en la práctica, es el **criterio del P/E**. Históricamente, su valor promedio se ubica en torno a 15-25, teniendo en consideración que su fluctuación varía fuertemente de acuerdo a condiciones económicas. Su valor de referencia puede ser diferente entre distintas empresas e industrias. Como regla general, los inversores de valor tienden a buscar empresas con bajas relaciones de P/E. Si se ubica en menos de 16, se dice que es atractivo para inversores defensivos, mientras que los inversores que buscan un crecimiento agresivo pueden optar las compañías con mayor P/E, como es el caso de Netflix. Se calcula dividiendo el precio actual de la acción (P), entre EPS (Earning Per Share/Ganancias por Acción). Refleja lo que los inversores están dispuestos a pagar por un dólar de ganancias de una empresa.

Cabe señalar que EPS representa el resultado neto de una empresa en una base por acción. Se calcula como sigue:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Ingresos netos} - \text{dividendos preferentes}}{\text{promedio ponderado del número de acciones en circulación}}$$

Teniendo en consideración información obtenida de la página web de Nasdaq, **se proyecta que el ratio P/E** continúe creciendo en lo que va del 2016 para luego caer fuertemente en el 2017 y seguir la tendencia de caída en el 2018:





▲ **Figura 2:** Price / Earnings Ratio.

Fuente: <http://www.nasdaq.com/symbol/nflx/pe-ratio>

A efectos de aplicar este enfoque relativo se requiere seguir los siguientes **pasos**: (1) Análisis de la empresa objetivo; (2) Análisis y selección de empresas comparables; (3) Cálculo y selección de los múltiplos de cotización; (4) Aplicación de los resultados a la empresa objetivo; y (5) Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo.

El ratio seleccionado se calcula para las empresas consideradas como comparables, con el fin de hallar un valor medio o promedio de las mismas, el cual se aplica a la magnitud contable de la empresa objetivo de valuación (en este caso sería a las ganancias definidas como denominador en P/E) para obtener así el valor de la empresa que se estudia. Para el caso de NETFLIX, como se verá en las próximas preguntas existe una gran variabilidad en las ganancias obtenidas en cada ejercicio. Lo anterior nos lleva a pensar que la utilización de este método, más allá de la dificultad de encontrar empresas comparables, **podría llevarnos a resultados distorsionados en torno a la valuación de la empresa.**

**A modo de resumen**, presentamos las diferentes aproximaciones para valorar Netflix en un cuadro resumen, elaborado por nosotros donde exponemos las variaciones en términos porcentuales respecto al período anterior, con información obtenida de Bloomberg.

▼ **Tabla 5:** Diferentes aproximaciones de valuación. Datos de Bloomberg, 2016

Criterio/Años	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15
Importe en libros	414.21	429.81	347.16	199.14	290.16	642.81	744.67	1.333.56	1.857.71	2.223.43
Var(%) = (tt-1)-1	N/A	3,77%	-19,23%	-42,64%	45,71%	121,53%	15,85%	79,08%	39,30%	19,69%
Market Capitalization	1.774.18	1.728.05	1.759.40	2.944.01	9.273.79	3.838.74	5.146.76	21.945.63	20.638.47	48.947.82
Var(%) = (tt-1)-1	N/A	-2,60%	1,81%	67,33%	215,00%	-58,61%	34,07%	326,40%	-5,96%	137,17%
D+FP (a valores de mercado)	1.774.30	1.764.50	1.798.50	3.182.00	9.510.00	4.040.90	5.346.80	22.445.50	21.524.50	51.319.20
Var(%) = (tt-1)-1	N/A	-0,55%	1,90%	76,93%	198,87%	-57,51%	32,32%	319,79%	-4,10%	138,42%
Enterprise Value	1.373.90	1.379.30	1.501.30	2.861.80	9.159.60	3.243.10	4.598.70	21.245.10	19.916.00	49.008.50
Var(%) = (tt-1)-1	N/A	0,39%	8,86%	90,62%	220,06%	-64,59%	41,80%	361,98%	-6,26%	146,06%
P/E	36.42	31.32	23.91	28.56	60.86	15.82	319.28	173.76	79.08	408.50
Var(%) = (tt-1)-1	N/A	-14,02%	-23,66%	19,42%	113,12%	-74,01%	1918,77%	-45,58%	-54,49%	416,59%

Valores expresados en millones de USD  
Fuente de datos: Bloomberg

Podemos apreciar que en los años **2010, 2013 y 2015 se produjeron variaciones significativas en sus distintas aproximaciones (ver importes en rojo)**. Esto está relacionado a acontecimientos importantes que ha sufrido Netflix en esos años. En el **2010**, el servicio online se independiza del envío de DVD's, como una nueva línea de negocio, además que la empresa comenzó a ofrecer servicio de streaming en el mercado internacional el 22 de setiembre de 2010 en Canadá. Esto supuso un incremento de las ventas y servicios en un 48% para el año 2011. En ese año sale una publicación en "The Wall Street Journal" titulada

"Netflix: la empresa que pasó de extra a estrella del entretenimiento" anunciando el crecimiento de la empresa. En el año **2013**, pagó 200 millones de dólares por la producción de cinco series de Marvel con un alto impacto en el incremento de los suscriptores, pasando de 27 millones a 40 millones de usuarios, lo que refleja un aumento del 48%. Esto trajo como impacto un incremento en su beneficio neto en 55,48% en 2013, cerrando el ejercicio con 112,4 millones de dólares frente a los 17 millones de 2012 gracias a un aumento de los ingresos de un 21 % acompañado de una mejora en la gestión de los costos. En el año **2015**, los usuarios de Netflix de todo el mundo pasaron un total de 42.500 millones de horas viendo películas y series en la plataforma digital, alcanzando los 75 millones de miembros. Esto provocó un aumento de las acciones en 12% al cierre de Wall Street, tras anunciar un crecimiento en el número de suscriptores mayor de lo previsto. La plataforma añadió 5,6 millones de suscriptores nuevos en el último trimestre de 2015. Del total de nuevos miembros en el cuarto trimestre, 4 millones residen en el extranjero y 1,6 millones en EE.UU. La empresa anunció hace dos semanas, durante la feria de tecnología de consumo CES en Las Vegas (EE.UU.), la ampliación de sus servicios a más de 130 países. Actualmente, según el artículo "La amplia biblioteca de Netflix en Uruguay" (EL OBSERVADOR, 2016) Netflix se encuentra en 241 países, cubriendo de este modo prácticamente todos los países del mundo con excepción de China, Siria, Corea del Norte y la península de Crimea.

Por último, es interesante analizar la evolución **de los gráficos que presenta Bloomberg de acuerdo a diferentes aproximaciones para valorar Netflix y su comparación con el índice S&P 500**, debiendo tener en cuenta que estamos comparando Market Capitalization, P/E y Enterprise Value con sus respectivos valores del Índice de S&P 500, que se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ. En tal sentido, ambos gráficos (Netflix vs S&P 500) no están medidos en ejes iguales y por lo tanto ambos gráficos no están superpuestos, debiendo tener en consideración la escala de valores del eje izquierdo para S&P 500 y la escala de valores del eje derecho para la empresa bajo análisis (Netflix). Realizada tal salvedad, procedemos a un breve comentario al respecto de cada uno.

**Analizando la Capitalización del Mercado (Figura 3)**, vemos que tiene un comportamiento similar al que manifiesta el Índice S&P 500, con la salvedad de los años comprendidos entre 2001 y 2008, donde vemos que Netflix mantuvo sus valores relativamente estables mientras que el Índice S&P 500 sufrió oscilaciones más pronunciadas, alcanzando una fuerte caída en los años 2008 y 2009 por la crisis de la burbuja financiera que sufrió el mercado norteamericano. Netflix no se vio perjudicada por tal crisis en lo que respecta al criterio analizado. Desde el 2010 en adelante, el comportamiento de ambos indicadores se asemejan más, mostrando que cuando cae el índice del mercado también lo hace Netflix, y viceversa.



▲ **Figura 3:** Market Capitalization. Fuente: Bloomberg, 2016

**En lo referente al ratio P/E (Figura 4)**, se puede observar un comportamiento similar al que manifiesta el Índice S&P 500 hasta llegar a los años 2008 y 2009, en donde la crisis de la burbuja financiera que sufrió el mercado norteamericano afectó fuertemente el índice del mercado generando oscilaciones claras, no haciéndolo en forma significativa para la empresa bajo análisis. En el año 2012, Netflix sufrió una fuerte suba de este ratio, con una variación del 1918% respecto al año 2011, en parte explicado por sus fuertes políticas de inversión que viene manteniendo la empresa, sumada su escasa financiación y una merma sustancial en sus ingresos operativos, lo que disparó fuertemente el ratio en comparación al mercado. Esto evidencia que Netflix se caracteriza por ser en la actualidad y en los últimos años, una empresa en pleno crecimiento, en donde sus flujos de fondos son reinvertidos para generar nuevas propuestas de valor y conquistar nuevos mercados, llevado dicha política al extremo tal que desde sus inicios no ha distribuido dividendos a raíz de sus constantes inversiones. Tener presente que en ese año y en el siguiente, Netflix sobresalió por la creación de series propias como House of Cards y series de Marvel que implicaron grandes inversiones (más de 200 millones de dólares). Luego el ratio P/E de Netflix sufrió una fuerte caída en el 2014 para luego repuntar en el 2015. En el lapso comprendido entre 2012 y 2015, el índice del mercado mostró un crecimiento más estable con pequeñas oscilaciones. De acuerdo a proyecciones realizadas para Netflix, es de esperar que dicho ratio en los años futuros venideros (2017 y 2018), muestren una probable tendencia a la baja (Ver figura 2), equiparándose a valores normales de mercado en torno a un ratio P/E de entre 15-25 y no de 408,5 como tuvo en el último año, con lo cual es de esperar el gráfico del ratio P/E de Netflix busque pegarse al del mercado, con los años venideros motivos de su estancamiento una vez conquistado todos los posibles mercados, entrando en una fase empresarial de madurez que caracteriza al promedio del mercado.



▲ **Figura 4:** Ratio P/E. Fuente: Bloomberg, 2016

Analizando el **último gráfico, en lo que respecta al EV (Enterprise Value - Figura 5)**, vemos que tienen una similitud muy grande con el gráfico de Market Capitalization, dado que ambos mantienen valores y comportamientos parecidos de acuerdo al resumen de datos realizado por nosotros.



▲ **Figura 5:** Ratio EV. Fuente: Bloomberg, 2016

Complementando la información anterior y realizando una **comparación del precio de la acción de Netflix y su comparación con dos índices de mercado (S&P 500 y Nasdaq)**, visualizando el siguiente gráfico (Figura 6), se puede apreciar la gran volatilidad que tiene el valor de las acciones de Netflix en comparación con el valor de las acciones de mercado, lo que explica en parte las oscilaciones que presenta Netflix en lo referente a su Market Capitalization ya comentado:



▲ **Figura 6:** Fuente: <https://ir.netflix.com/stockquote.cfm>

## **Análisis de la generación y aplicación de fondos en base a información contable.**

La información referente a las fuentes y aplicaciones de fondos son posibles de visualizar a través del **EFE (Estado de Flujo de Efectivo)**. Asimismo, a efectos de visualizar variaciones relevantes se obtuvo la información comparada de los últimos tres ejercicios económicos (2013, 2014 y 2015) de acuerdo a la plataforma de Bloomberg, también disponible en Yahoo Finance (Página Web: <https://es.finance.yahoo.com/q/cf?s=NFLX&annual>, 2016).

Se puede apreciar que la **generación de efectivo no ha sido suficiente para financiar los gastos vinculados a las operaciones y el pago de impuestos**. En consecuencia, pasaremos a analizar los principales motivos que han llevado a la generación de este déficit (que fue suplido mediante la emisión de deuda mayoritariamente).

En cuanto al ingreso neto de 122,6 millones de dólares obtenido al **31.12.2015**, debemos dirigirnos al ER para poder efectuar un análisis de tal cifra, también disponible en Bloomberg y Yahoo Finance. En los últimos ejercicios vemos una gran variabilidad en los resultados



obtenidos. Si comparamos el ingreso neto al **31.12.2015** con el resultado del ejercicio cerrado al **31.12.2014**, vemos que hubo un crecimiento de las ventas y que se mantuvo constante el margen sobre ventas. Si bien el margen sobre ventas en términos absolutos resultó mayor, se incurrió en mayores gastos de marketing, investigación y desarrollo, así como gastos generales y de administración que llevaron a una menor ganancia operativa. Lo anterior puede estar sustentado en la estrategia de la empresa en conquistar nuevos mercados y la generación de contenidos propios, que los lleva a tener mayores costos de marketing así como de desarrollo de nuevos productos y tecnologías, **caracterizando a Netflix como una empresa en pleno crecimiento**. Vale resaltar el **mayor peso que va adquiriendo el costo de la deuda en relación al ejercicio pasado**, ya que como veremos se va incrementando el monto de deuda en la estructura de financiamiento y por tanto el gasto por intereses pasa a triplicarse en este caso. Los anteriores incrementos enunciados llevan a una ganancia neta que es inferior en más de un 50 % a la obtenida en el ejercicio pasado. Si bien partimos de una utilidad de 122.641, el ingreso neto de efectivo por operaciones resultó en déficit. En el estado de flujos de efectivo se le suman a la utilidad contables todas aquellas partidas que no implican movimientos de fondos así como otras variaciones de activos y pasivos relacionados a la operativa que reflejan movimientos de fondos. Destacamos que no existen grandes variaciones en los términos de depreciaciones y amortizaciones. Asimismo, notamos que la principal partida que está generando el déficit de ingresos refiere a lo contabilizado en **“Otros ajustes no en efectivo” por -1.111,2**. De acuerdo a un análisis realizado, este ajuste corresponde a una particularidad propia del giro de la empresa, en donde se refleja la variación de flujos de caja generado por activos de contenido (lo cual refiere a los contenidos generados a la interna de NETFLIX) y por pasivos por contenido. Todas aquellas activaciones realizadas a los activos de contenido que no son pasadas por estados de resultados e implican una salida de caja son reflejadas en este ajuste a los que se le restan los cambios en pasivos por contenidos. En el EFE, tal partida representa el ajuste que se le hace a la ganancia para reflejar aquella salida de efectivo neta resultante de los gastos realizados en contenidos propios. Lo anterior se enmarca dentro de la estrategia definida por la empresa en donde se apunta a la generación de contenidos propios, en sustitución de aquellos contenidos de terceros. Esta estrategia supone mayor inversión en activos de contenido y por tanto mayores egresos de efectivos asociados a esa actividad.

Sumado al déficit por ingresos de operaciones, se aprecia que fue **necesaria la financiación para la adquisición de activos fijos e intangibles**. La fuente de fondos para cubrir el déficit antes dicho provino de la **emisión de deuda de largo plazo por 1.5 billones de dólares**. El endeudamiento se compone de **dos emisiones**, una de las cuales fue por un valor nominal de 700 millones de dólares (con una tasa de 5.50 %) con vencimiento en 2022 y otra por 800 millones (con una tasa de 5.875 %) con vencimiento en 2025. De acuerdo a las noticias, la emisión de tales instrumentos se corresponde con la estrategia de la empresa de expandir su negocio internacionalmente (referente a la cantidad de países a la cual va dirigido) así como la generación de contenido propio (recordar que gran parte del contenido que se reproduce en NETFLIX no refiere a la generación de contenidos propios). Posteriormente a la emisión de tal deuda, la empresa sufrió una rebaja en la calificación crediticia de la empresa, en donde Moody's bajó la calificación desde “Ba3” a “B1,” y S&P reconsideró la calificación desde “BB-minus” a “B-plus”. La justificación a tal rebaja obedece a la incertidumbre sobre los beneficios que generarán la producción de contenidos propios de NETFLIX, dado que gran parte del éxito y los beneficios de la compañía refieren a la reproducción de contenidos que no son generados internamente (y por tanto hacen que la misma sea dependiente de contenidos ajenos).

Algunos analistas hacen énfasis en el impacto que tendrá en futuros flujos de caja el **aumento de pagos de intereses** que se generará como consecuencia de tales emisiones, los

cuales se sitúan en 80 millones de dólares anuales (cálculo aproximado referente al pago de deuda de los 1.500 millones emitidos) y se corresponden con el 20 % del ingreso operacional del ejercicio 2014 (según ER 2014 son 402,6 el ingreso operacional de ese ejercicio). Esta situación podría llevar a una posición más deficitaria el ingreso neto de efectivo proveniente de operaciones. Además, destacamos que otra de las fuentes de fondos que surgen del efectivo por actividades de financiamiento refiere a la **emisión de acciones**. Tal fuente de financiamiento en este ejercicio tuvo un incremento mínimo en relación al crecimiento de la deuda, lo que nos lleva a pensar que la estrategia de la empresa es financiar sus incrementos de activos con mayor proporción de deuda que de fondos propios. El producido de esta fuente asciende a 158,5 millones. Vemos que existe una amortización de capital, cuya cuantía asciende a 0,5 millones de dólares.

Un punto a tener en cuenta que surge del análisis es la **ausencia de pago de dividendos en la empresa**. Se aprecia que la empresa mantiene un historial de no pago de dividendos y por tanto de reinvertir sus ganancias. Tal situación nos lleva a pensar que las acciones de Netflix podrían ser categorizadas como acciones de crecimiento, en donde el inversor busca obtener rentabilidad a través de la revalorización de las acciones en el mediano y largo plazo. Tales acciones suelen tener un ratio P/E alto en relación al promedio del mercado, el cual es el caso de la empresa como se vio en el análisis de rentabilidad que se expondrá a continuación.

## Análisis de rentabilidad

A efectos de analizar la rentabilidad de la empresa, utilizaremos los siguientes indicadores: **(1) ROE** (Return On Equity / Rentabilidad sobre fondos propios); **(2) ROA** (Return On Asset/ Rentabilidad sobre activos); **(3) ROIC** (Return On Invested Capital / Rentabilidad sobre capital invertido).

La elección de estos ratios se fundamenta en el grado de complementariedad de los mismos. En el caso del ROA, puede ser utilizado como una medida de eficiencia de la empresa, ya que permite tener una aproximación de cuán bien utiliza sus activos para la generación de beneficios económicos. Debido a que la mayoría de empresas (tal es el caso de NETFLIX) utilizan para la financiación de sus activos tanto fondos propios como deuda, no nos resulta suficiente para el análisis de la rentabilidad solamente el ROA. Dado que el uso de fondos de terceros incide en la rentabilidad de la empresa, desde la óptica del accionista la medida que nos interesa es el ROE, entendida como la rentabilidad sobre patrimonio. En el caso del ROIC, es un indicador que mide la riqueza que puede destinarse a la financiación utilizada. A diferencia del ROE y ROA, considera en su numerador la ganancia después de impuestos y antes de intereses, y en su denominador la financiación retribuable (entendida como aquellas que tienen un costo financiero, es decir los fondos propios y las denominadas deudas financieras).

El **ROE** se define como el cociente entre el beneficio neto después de impuestos/fondos propios. Bloomberg lo construye considerando en el numerador la ganancia neta después de impuestos que corresponde al año que se muestra y los fondos propios resultan del promedio del valor en libro del patrimonio del año que se muestra y del año anterior. Según la Tabla 6, el ROE de la empresa ha presentado un alto grado de variabilidad en la serie considerada. En el período señalado, ha alcanzado un máximo de 65,75 en el año 2010 y un mínimo de 2,47 en el año 2012.

▼ **Tabla 6:** ROE. Datos de Bloomberg, 2016

En Millones de USD excepto por acción 12 meses fin	FY 2006 12/31/2006	FY 2007 12/31/2007	FY 2008 12/31/2008	FY 2009 12/31/2009	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015
<b>Renta</b> Retorno sobre el capital común	15,33	15,78	21,37	42,42	65,75	48,47	2,47	10,82	16,72	6,01

Si nos limitamos a la definición de ROE como beneficio después de impuestos/fondos propios, y complementando el análisis con el ERP y ESP de NETFLIX de Bloomberg o Yahoo Finance, vemos en la Tabla 7 el principal factor que altera la volatilidad proviene de los beneficios después de impuestos.

▼ **Tabla 7:** Desglose del ROE. Datos de Bloomberg, 2016

	FY 2009 12/31/2009	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015
<b>Beneficios (pérdidas) de operaciones continuas</b>	115,9	160,9	226,1	17,2	112,4	266,8	122,6
<b>Patrimonio promedio</b>	273,1	244,7	466,5	693,7	1.039,1	1.595,6	2.040,6
<b>ROE</b>	42,42	65,75	48,47	2,47	10,82	16,72	6,01

Si comparamos los últimos ejercicios, vemos que entre el año 2014 y 2015 la rentabilidad sobre patrimonio ha caído más de la mitad. Se visualiza que el patrimonio ha venido creciendo en la serie de tiempo y en los últimos años su crecimiento pareciera ser constante (hay que notar que parte del crecimiento del patrimonio se debe a la retención de ganancias, ya que la empresa no distribuye dividendos). Por el lado de las ganancias pareciera existir alta volatilidad si comparamos cada ejercicio, lo que explica mayoritariamente la variación del ROE. Hay que hacer notar un cambio agudo que se produce en el año 2012, que tiene una acentuada caída de las ganancias, y refiere a las pérdidas que se produjeron dado el desplazamiento de los negocios de venta de contenidos en DVD, ante lo cual NETFLIX se reconvirtió y se convirtió en líder del contenido streaming, y explica los resultados generados a partir del ejercicio 2013.

Si se observa los márgenes brutos de rentabilidad de la empresa en los últimos ejercicios en la tabla 8:

▼ **Tabla 8:** Márgenes de Rentabilidad. Datos de Bloomberg, 2016

	FY 2009 12/31/2009	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015
<b>Margen bruto</b>	35,38	37,24	36,34	27,25	29,52	31,83	32,27
<b>Margen operacional</b>	11,22	12,83	12,31	1,39	5,22	7,31	4,51
<b>Margen de beneficio</b>	6,76	7,25	7,43	0,48	2,94	4,85	1,81

Vemos que los márgenes de rentabilidad operacionales y de beneficios han ido decreciendo con el tiempo. De acuerdo a las noticias, lo anterior se encuentra fundamentado en la estrategia de la empresa. Por un lado, se hace notar que la empresa se encuentra en su máximo de crecimiento, pero también se plantea la necesidad que tiene la empresa de internacionalizar su negocio y generar sus propios contenidos. Si bien muchas empresas con el fin de incrementar sus ventas han sacrificado sus ganancias, NETFLIX en todos los ejercicios ha tenido márgenes positivos y por tanto rentabilidad positiva en todos los casos. Esta baja de márgenes, fundamentada en el incremento de costos para hacer frente a la estrategia de la empresa, supone que se verá revertida en el futuro ya que de ser alcanzada la estrategia no solo se verán incrementadas las ventas por mayor captación de clientes en el mercado internacional, sino que la generación de contenidos propios independiza a la empresa de la compra de contenidos ajenos.

Si graficáramos el margen de beneficios en relación al ROE, veríamos una evolución muy similar. En cuanto al componente rotación de activos y ratio de cobertura del activo por fondos propios, sus variaciones no presentan una relación directa con la variación del ROE en el período señalado.

El **ROA (retorno sobre activos)** muestra cuán eficiente es el gerenciamiento de la empresa, respecto a la generación de ganancias derivadas del uso del activo. El ROA se define como el cociente entre el beneficio neto después de impuestos/activos. En el caso de los datos de la Tabla 9, el ratio es construido considerando en el numerador la ganancia neta después de impuestos que corresponde al año que se muestra y los activos resultan de un promedio del valor en libros entre el activo del año corriente y el activo del ejercicio anterior.

▼ **Tabla 9: ROA. Datos de Bloomberg, 2016**

ADJ Netflix Inc		Plazos 10 Anuales					Divisa USD		
Estads clave		C/R	B/S	F/C	Ratios	Segmentos	Más	ESG	Personal
1) Rentabilidad		2) Crec	3) Crédito	4) Liquidez	5) Fondo de maniobra	6) Análisis rend	7) Análisis DuPont		
En Millones de USD excepto por acción		FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015		
12 meses fin		12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015		
Renta									
Retorno sobre el capital común		65.75	48.47	2.47	10.82	16.72	6.01		
Retorno en activos		19.36	11.16	0.49	2.40	4.28	1.42		

Al igual que el ROE, han presentado gran volatilidad en la serie de tiempo utilizada. Notamos que en todos los casos el ROE es superior al ROA (debido a la definición de ratios de Bloomberg y dado que la empresa utiliza deuda para financiamiento resulta consistente). En este caso, dado que la firma utiliza deuda de terceros en la financiación de sus activos, el valor del ROE y ROA no coinciden. En términos generales, la empresa podría aumentar su endeudamiento en la estructura de financiamiento, cuando el incremento del ROA (entendido como la posibilidad de incrementar la eficiencia en la gestión de sus activos) pueda compensar el incremento del costo medio de la deuda. Por otro lado, descomponiendo la rentabilidad sobre activos en:

El **ROIC (retorno sobre capital invertido)** nos otorga una medida que liga el NOPAT (beneficio operativo luego de impuestos), sin considerar la estructura de capital elegida (es decir que no considera intereses así como su efecto fiscal) con el capital invertido, entendido como la suma del valor en libros del ejercicio en curso más el valor de mercado de la deuda financiera.

Dada la definición anterior, podemos ver que lo que pretende abordar este ratio refiere a la utilidad contable que sirve de recompensa para aquellos que otorgan capital en la empresa (lo cual incluye accionistas así como acreedores con cargo financiero) respecto del capital invertido. Permite darnos vista de la utilidad que genera el negocio sin incluir el efecto de apalancamiento, el cual es una decisión independiente respecto del manejo operativo de la firma. En la Tabla 10 se muestra la serie histórica de este indicador.

▼ **Tabla 10: ROIC. Datos de Bloomberg, 2016**

	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015
<b>BENEFICIO OPERATIVO NETO</b>	376,07	49,99	228,35	402,65	305,83
<b>IMPUESTOS OPERATIVOS EN EFECTIVO</b>	139,54	78,76	90,51	26,06	41,48
<b>NOPAT</b>	236,53	-28,77	137,84	376,59	264,35
<b>CAPITAL INVERTIDO</b>	845,13	887,77	1.764,46	2.743,56	4.594,79
<b>ROIC</b>	0,2799	-0,0324	0,0781	0,1373	0,0575

Vemos que en el último período de la serie actual se ha incrementado notoriamente el requerimiento del capital para financiar inversiones (observar que dentro del rubro de capital invertido no se están considerando los pasivos espontáneos, solo se consideran aquellos de largo plazo). Lo anterior muestra que las inversiones que ha realizado la empresa en su activo han requerido mayoritariamente la financiación de capital de largo plazo.



Para ver si la empresa está utilizando los fondos de forma adecuada, es útil comparar el ROIC con el costo de capital (WACC).

▼ **Tabla 11: WACC. Datos de Bloomberg, 2016**

	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015
WACC	0,092	0,091	0,118	0,122	0,123

En los casos que el ROIC es mayor que el WACC, los fondos que contrae la empresa están creando valor debido a que se están reinvertiendo en inversiones más rentables que su costo. En caso contrario, se está destruyendo valor. En el caso de la empresa según vemos en la Tabla 11, salvo lo ocurrido en el ejercicio 2011 y 2014, la empresa ha destruido valor teniendo en cuenta la comparación entre el ROIC y el WACC. El ROIC aparece como una medida complementaria del ROA y ROE ya que nos permite tener una idea de la utilidad en sentido amplio, que puede ser producido por cada peso que los accionistas o acreedores inviertan en la empresa, lo cual es más útil desde el punto de vista del comprador antes que conocer los márgenes de beneficios.

Por último, queremos resaltar que todos los indicadores utilizados (ROE, ROA y ROIC) parten de la utilidad que deriva del resultado contable, lo cual no coincide con el efectivo generado que es la medida que nos interesa en finanzas.

### **Incidencia "Efecto Leverage" en la rentabilidad de los fondos propios.**

El "**Efecto Leverage**" o también conocido como apalancamiento financiero, se define como la afectación que sufren los rendimientos de los fondos propios al tomar deuda. Cuando se incrementa el nivel de endeudamiento de la empresa el efecto "palanca" del rendimiento de los fondos propios se agudiza, esto puede tener un efecto positivo o negativo dependiendo del costo de las deudas y la tasa de rendimientos de los activos.

Para poder desarrollar el concepto de efecto leverage podemos basarnos en las proposiciones de Modigliani – Miller de 1963, señaladas por Pascale (Pascale, 2009), donde ellos introducen el efecto de los impuestos corporativos en el mundo de las empresas.

#### **1<sup>era</sup> Proposición:**

**Valor de la empresa con deuda = Valor de la empresa sin deuda + Valor de la protección Fiscal.**

La protección fiscal se define como: Deudas\*tasa efectiva de impuestos.

#### **2<sup>nda</sup> Proposición:**

$$\text{ROE} = \text{ROA} + (\text{ROA} - r) * (\text{D/E}) * (1-t)$$

Cada uno de los ratios se define de la siguiente manera: (1) ROE = Beneficio Neto/ Equity; (2) ROA = GAI\*(1-t)/ Valor de la empresa sin deuda; (3) r = Costo de las Deudas; (4) D/E = Deudas / Equity; (5) t = Tasa efectiva de impuestos corporativos; (6) Deudas = Deudas financieras (costo explícito); (7) Equity = Valor de la firma con deudas - Deudas.

Modigliani – Miller en 1963, de acuerdo a lo señalado por Pascale (Pascale, 2009) nos dotaron de una fórmula para poder calcular el rendimiento de los fondos propios en relación al costo de las deudas y el rendimiento de los activos. Como podemos apreciar el factor que actúa como "palanca" es el ratio D/E, a mayor D/E mayor es el efecto apalancamiento sobre el ROE. Este efecto leverage como mencionamos puede ser positivo o negativo dependiendo del termino (ROA – r) el cual nos indica el signo por el cual va a ser apalancado los fondos propios.

1) **ROA > r:** Cuando el rendimientos de los activos es mayor al costo de las deudas, el efecto sobre los fondos propios es positivo, es decir, al incrementar el ratio D/E aumenta el ROE dejando r constante. Dejar el costo de la deudas constante es un supuesto fuerte dado

que al aumentar el ratio D/E aumenta el costo de las deudas, pero lo que si sabemos que mientras  $ROA > r$  entonces  $ROE > ROA$

2)  $ROA = r$ : Si el costo de las deudas es igual al rendimiento de los activos, entonces no se produce efecto apalancamiento siendo el rendimiento de los fondos propios igual al rendimiento de los activos. A los efectos numéricos en este punto el rendimiento de los fondos propios con deuda es equivalente al rendimiento de los fondos propios sin deuda, pero para un nivel de riesgo mayor en el primer caso.

3)  $ROA < r$ : Cuando el rendimiento de los activos es menor al costo de las deudas, el efecto sobre los fondos propios es negativo, es decir, al aumentar el ratio D/E disminuye el ROE.

Para **analizar el caso de la empresa Netflix**, partimos de la situación al 2015 basándonos en su ESP y ER, para a través de supuestos ir variando el ratio D/E como así también el costo asociado de las deudas reflejando de este modo la realidad del mercado, dado que al aumentar la deuda también lo hace la prima por riesgo que se incluye en el costo de la deuda. Como veremos al ir variando el nivel de endeudamiento y el costo de los mismos el rendimiento de los fondos propios se verá afectado de forma positiva y negativa para los distintos escenarios descriptos. Para llevar adelante el estudio nos vamos a centrar en las proposiciones de Modigliani – Miller de 1963 señaladas por Pascale (Pascale, 2009), y con más énfasis la segunda proposición:  $ROE = ROA + (ROA - r) * (D/E) * (1-t)$ .

De acuerdo a datos del ESP y ER 2015, Las deudas financieras de Netflix en 2015 alcanzaron los USD 2.371.362 (ver Tabla 1).

De acuerdo a la tabla 12, la tasa efectiva de impuestos fue de 13.56%

▼ **Tabla 12:** Tasa efectiva de impuestos. Datos de Bloomberg, 2016

1) Coste de capital	2) Coste de deuda	3) Coste de preferente
Coste de deuda		3.27%
1 - Tasa impositiva efectiva		86.44%
Tasa impositiva efectiva		13.56%

Supuestos:

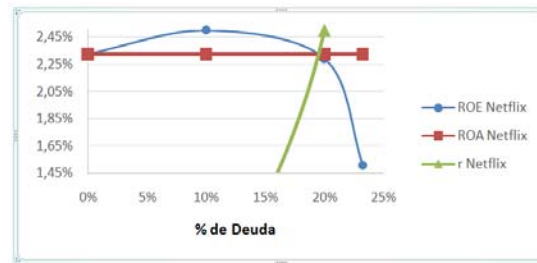
- Valor de la firma sin deuda = Activos contables en 2015 = 10.202.871
- A menor nivel de endeudamiento menor el costo de las deudas.
- Análisis basado en las 2 proposiciones de Modigliani – Miller de 1963
- $r = \text{intereses/Deudas}$

▼ **Tabla 13:** Análisis de escenarios de rentabilidad según deuda. Elaboración propia, 2016

	ER 2015			
GAI	274.601,00	274.601,00	274.601,00	274.601,00
Intereses	-	5.101,44	51.014,36	132.716,00
GAI	274.601,00	269.499,56	223.586,65	141.885,00
Impuestos	37.244,40	36.552,49	30.325,27	19.244,00
Resultado	237.356,60	232.947,08	193.261,37	122.641,00

ROA	2,33%	2,33%	2,33%	2,33%
ROE	2,33%	2,50%	2,29%	1,50%
D/E	-	0,11	0,24	0,29
r	0,00%	0,50%	2,50%	5,60%

$ROE = ROA + (ROA - r) * (D/E) * (1-t)$	2,33%	2,50%	2,29%	1,50%
Deuda	0%	10%	20%	23%
Equity	100%	90%	80%	77%



▲ **Figura 7:** Gráfico de rentabilidad según estructura financiera. Elaboración propia, 2016

Todos los cálculos fueron realizados con las definiciones aportadas por Modigliani – Miller antes mencionadas, como podemos ver en la tabla 13 y en la figura 7 cuando el  $ROA > r$  se cumple la condición de que  $ROE > ROA$ , sin embargo cuando se da el caso contrario  $ROA < r$  se cumple la condición inversa donde  $ROE < ROA$ . Destacamos que los cálculos realizados para una proporción de deuda de 23% y una proporción de fondos propios de 77% corresponden a datos extraídos de Bloomberg para el año 2015.

Se puede **concluir para el caso de Netflix**, que cuando  $ROA > r$  conviene tomar deuda ya que al aumentar el apalancamiento (D/E) la rentabilidad de los fondos propios se incrementa si el costo de las deudas se mantiene constante, pero es preciso destacar como se ve en la gráfica que el costo de las deudas aumenta al aumentar el endeudamiento, por ende la maximización del ROE se encuentra al maximizar  $(ROA - r) \cdot (D/E) \cdot (1-t)$ .

## Análisis de liquidez

Se entiende por "**liquidez de una empresa**", la habilidad y capacidad de la misma para cumplir con sus obligaciones financieras de corto plazo (generalmente un año o lo que dure el ciclo operativo del negocio) en tiempo y forma.

Existen **diversas formas de medir la liquidez** de acuerdo a Pascale (Pascale, 2009): (1) Medidas tradicionales (ratios); (2) Capital de Trabajo; (3) Ciclo de conversión de caja (CCC); (4) Ciclo de conversión financiero; (5) Balance líquido neto; (6) Lambda; (7) Medida del intervalo defensivo; (8) Posición de fondos (Pearson Hunt); (9) Brecha de activos pasivos; y (10) Flujo de fondos. Cabe señalar que su medición puede ser "**directa**", es decir a través del armado de un flujo de caja o "**indirecta**" a través de una aproximación dada la imposibilidad de construir un flujo de caja por falta de información (generalmente utilizados por terceros ajenos a la empresa).

Además, corresponde precisar en este punto, de la existencia de una "**liquidez normal**" cuando las fuentes de liquidez que tiene la empresa son básicamente dos: (1) mediante flujos de caja, saldos de caja y las inversiones de corto plazo de la empresa (inversiones temporarias); y (2) a través del acceso a líneas de créditos. La "**liquidez problemática**" acontece cuando la empresa recurre a tres fuentes: (1) administración de los flujos de caja mediante la demora en el pago a proveedores, venta a precios menores o créditos menos severos o reducción del nivel de inventarios; (2) la renegociación de los contratos de deuda, buscando una extensión del crédito y mejor los plazos de las deudas menores; y (3) la venta forzada de activos para crear fondos, sacrificando rentabilidad por liquidez.

De acuerdo al **análisis de liquidez "indirecta"**, mediante la tabla 14, obtuvimos información desde 2006 al 2015 inclusive:

▼ **Tabla 14:** Indicadores de liquidez. Datos de Bloomberg, 2016

Netflix Inc (NFLX US) - Liquidez										
En Millones de USD excepto por acción 12 meses fin	FY 2006 12/31/2006	FY 2007 12/31/2007	FY 2008 12/31/2008	FY 2009 12/31/2009	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015
Ratio efectivo	2.07	1.84	1.38	1.41	0.90	0.65	0.45	0.56	0.60	0.65
Ratio corriente	2.21	2.07	1.67	1.82	1.65	1.49	1.34	1.42	1.47	1.54
Prueba ácida	2.07	1.84	1.38	1.41	0.90	0.65	0.45	0.56	0.60	0.65
CFO/Pas corr prom	1.50	1.38	1.34	1.47	0.90	0.39	0.01	0.05	0.01	-0.24
Capital social/Activos totales	68.04	63.30	56.18	29.30	29.55	20.94	18.77	24.64	26.38	21.79
Deuda a largo plazo/Capital	0.00	8.29	10.94	118.80	80.69	31.11	26.86	37.49	47.69	106.65
Deuda a largo plazo/Capital	0.00	7.65	9.83	54.12	44.48	23.67	21.17	27.27	32.29	51.61
Deuda a largo plazo/activos totales	0.00	5.25	6.15	34.80	23.84	6.52	5.04	9.24	12.58	23.24
Deuda/Capital	0.00	8.49	11.27	119.50	81.40	31.47	26.86	37.49	47.69	106.65
Deuda/Capital	0.00	7.82	10.13	54.44	44.87	23.94	21.17	27.27	32.29	51.61
Deuda total/Activos totales	0.00	5.37	6.33	35.01	24.05	6.89	5.04	9.24	12.58	23.24
CFO/Pasivo	127.39	111.33	104.89	67.64	39.95	13.09	0.67	2.40	0.32	-9.39
CFO/CapEx	9.07	6.27	6.49	7.08	8.17	6.39	0.54	1.81	0.24	-8.21
Estimación Z de Altman	7.79	6.82	7.25	7.88	11.76	2.83	2.23	4.50	3.73	4.79
Línea de crédito total	—	—	—	100.0	100.0	100.0	—	—	—	—
Línea de crédito disponible total	—	—	—	80.0	—	80.0	—	—	—	—
Líneas de crédito retirado	—	—	—	20.0	—	20.0	—	—	—	—

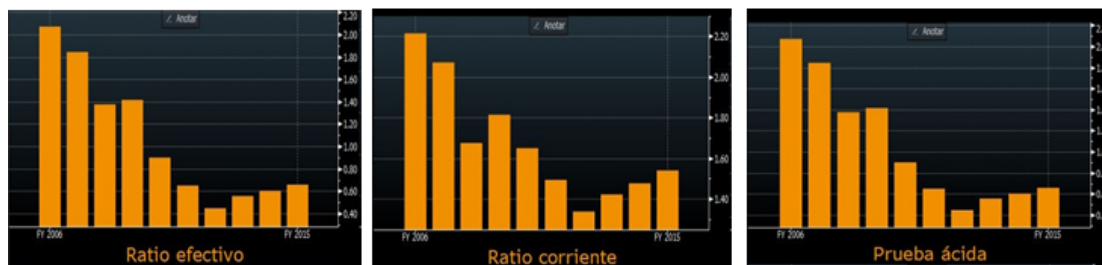
Source: Bloomberg

Analizando el "**Ratio Efectivo**", calculado como: **((Efectivo y elementos líquidos + Valores Negociables e Inversiones a Corto Plazo)/Pasivo Circulante)**, vemos a partir del 2006 se manifiesta una clara tendencia a la baja hasta el año 2012 con un leve repunte en los años posteriores hasta el 2015, situándose en 65%. Esto nos muestra que los activos más líquidos son insuficientes para afrontar los pasivos de corto plazo. Este problema de liquidez se generó en el 2011, donde el ratio indica un 90%. En ese mismo año, Netflix sufre un fuerte crecimiento económico fruto de su apertura al mercado internacional por lo que creemos que no contaba con la estructura financiera más adecuada para hacer frente a ese crecimiento imprevisto.

Respecto al "**Ratio Corriente**", el cual es calculado como: **(Activo Corriente/Pasivo Corriente)**, se puede observar que el ratio siempre es mayor que 1, alcanzando su mínimo en el año 2012 con 1,34. Si bien es deseable que este ratio sea mayor a la unidad, en el entendido que la empresa tendría activos suficientes como para pagar las deudas a corto plazo, lo que evidencia un capital de trabajo positivo, debemos tener presente que este ratio supone una empresa en liquidación, dado que para afrontar sus pasivos circulantes está obligada a vender todos sus activos corrientes. Además no se toma en cuenta la composición o calidad de los activos corrientes, ya que no es lo mismo que una empresa tenga en su Activo Corriente solo disponibilidades que Bienes de Cambio por ejemplo. Asimismo no tiene en cuenta el flujo de fondos y los respectivos plazos de cobros y pagos. Y finalmente trae consigo el problema de valuación de los activos, que puede ser diferente (ejemplo: PPP, FIFO, LIFO). Por lo expuesto, es necesario contar con un ratio que brinde mayor información al respecto.

En lo referente al "**Ratio de Prueba Ácida**", calculado como **Activo Líquido/Pasivo Circulante**, donde **Activo Líquido**= Efectivo y elementos líquidos + Valores Negociables e Inversiones a Corto Plazo + Cuentas por Cobrar; podemos ver su evolución en la figura 8 y sus valores es idéntico al del Ratio de Efectivo, en donde a partir del 2006 se manifiesta una clara tendencia a la baja hasta el año 2012 con un leve repunte en los años posteriores hasta el 2015, situándose en 65%. Esta igualdad obedece a la construcción del ratio, dado que Netflix no tiene Cuentas por Cobrar. De todos modos, muestra la insuficiencia de la empresa de cumplir sus obligaciones a corto plazo con sus activos más líquidos. Esto es realmente preocupante, y más que no responde a una situación coyuntural de un año sino que se viene dando desde el 2010 al 2015.





▲ **Figura 8:** Evolución de ratio efectivo, ratio corriente y prueba ácida. Datos: Bloomberg, 2016.

Analizando el ratio "CFO/Pasivo Corriente Promedio", calculado como **Flujo de Caja Operativo de últimos 12 meses / ((Pasivo actual+Pasivo de hace un año)/2)**. Un número elevado indica que la empresa puede financiar sus pasivos corrientes sin necesidad de incurrir en deuda adicional. Vemos que dicho ratio se mantuvo relativamente estable y a niveles bajos desde el 2006 al 2009 a 1,45 en promedio, mostrando una abrupta caída en el 2010, pasando de 1,41 a 0,90 (cayendo un 56,67%) y entrando en una cifra menor a la unidad. Debemos tener presente que el año 2010 es muy particular para Netflix, por su alto incremento en suscriptores a raíz de su apertura internacional con un elevado crecimiento económico no previsto por los analistas. A partir del 2010 al 2015, se muestra una fuerte caída, llegando en 2012 y 2014 a 1%, para luego entrar en valores negativos en 2015, llegando a -24%. Esto evidencia problemas de liquidez, dado que Netflix no logra cubrir con su flujo de caja operativo el pasivo incurrido en el último año, obligándose a endeudarse más para afrontar sus pasivos. Resaltamos que no obedece a una situación puntual y coyuntural, sino que se evidencia un posible problema estructural de deuda que azota a la empresa desde hace años.

En lo que respecta al ratio "CFO/Pasivo Total", calculado como **Flujo de Caja Operativo de últimos 12 meses / Pasivo Total**, un número elevado indica que la empresa puede financiar sus pasivos totales sin necesidad de incurrir en deuda adicional.

De acuerdo a la figura 9, desde el 2006 al 2012 se visualiza una clara tendencia a la baja, alcanzado en el 2012 el valor de 67%, valor que al ser menor que la unidad muestra la incapacidad de Netflix de financiar su Pasivo Total con el flujo de caja proveniente de sus operaciones. Luego en el 2013 tiene un repunte alcanzando el valor de 2,40 para luego continuar su baja y alcanzar valores negativos en 2015 de -9,39, lo que indica que Netflix tuvo ese año flujos operativos negativos.



▲ **Figura9:** Evolución de CFO/Pasivo Total. Datos de Bloomberg, 2016

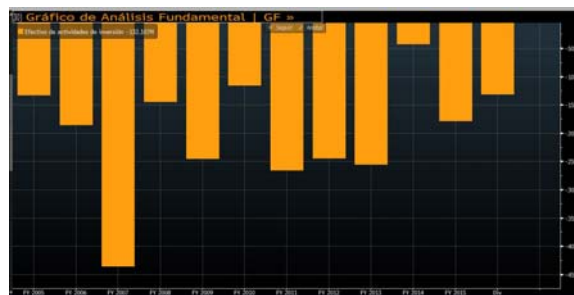
Respecto al análisis de los Estados de Flujo de Efectivo en los últimos años de Netflix, nos remitimos al análisis de generación y aplicación de fondos ya realizado. Sin perjuicio de lo anterior, analizando la figura 10, observamos que desde el 2005 hasta el 2011 se mantuvo

una clara tendencia de crecimiento que acompañó el crecimiento del ingreso neto a raíz de su incremento en el número de suscriptores consecuente con su política de expansión. Durante el 2012 y 2014 se visualiza una fuerte caída pero manteniendo flujos operativos positivos, para luego en el 2015 caer abruptamente entrando a flujos negativos. El principal motivo de esta merma, obedece a la variabilidad los ingresos netos y al rubro "otros ajustes no en efectivo", que representa el ajuste que se le hace a la ganancia para reflejar aquella salida de efectivo neta resultante de los gastos realizados en contenidos propios, fruto de su política de inversión y crecimiento mediante la elaboración de series propias con la marca Netflix (House of Cards, Narcos, Series de Marvel como Daredevil).



▲ **Figura 10:** Evolución flujo de caja operativo. Datos de Bloomberg, 2016.

En cuanto al **flujo de efectivo de inversión**, vemos que Netflix se caracteriza por una fuerte inversión en activos intangibles básicamente proveniente de los derechos de autor por reproducción de películas y series, además de inversiones en series propias. De acuerdo a la figura 11, la empresa ha tenido oscilaciones en las inversiones, alcanzando su máximo en el año 2007, para respaldar una línea de negocios muy fuerte en aquel entonces como el "envío de Dvd's", alcanzando la cifra de más de mil millones de DVD'S entregados. Actualmente esta línea de negocio ha caído en forma paulatina, con la consecuente necesidad y obligación de Netflix de redefinirse, incursionando en la línea de negocios de streaming primero (películas y series online) y posteriormente la producción de series propias más adelante. En el 2011 repunta de nuevo las inversiones luego de una caída en el 2010, para permanecer relativamente estable durante los años 2012 y 2013 debido a la necesidad de invertir en infraestructura por la apertura de Netflix al mercado internacional a fines del 2010 y principios del 2011. En los últimos años, posteriores al 2013 y hasta la actualidad, ha sufrido una leve caída el monto de las inversiones como consecuencia de que la empresa está llegando a su nivel máximo de posibles suscriptores a raíz de su expansión mundial, siendo el gran desafío restante poder incursionar en un mercado tan grande como lo es China.



▲ **Figura 11:** Evolución flujo de caja por actividades de inversión. Datos de Bloomberg, 2016.

Finalmente, en lo que concierne al **flujo de efectivo de actividades de financiamiento**, es importante destacar que Netflix a la fecha no ha pagado dividendos, incrementando su actividad de financiamiento en los últimos años. El análisis puede realizarse en función de la figura 12. En el 2013 y 2014 ha permanecido relativamente estable, realizando un cambio de estructuración de deuda, cancelando deuda a largo plazo por deuda a corto plazo además de financiarse con fondos propios mediante emisiones de acciones. Esto evidencia cierta preferencia de la empresa de contar con fuentes de financiamiento de corto plazo a raíz de que desde el 2006 al 2015 los activos a corto plazo presentan un peso relativo mayor respecto a los activos de largo plazo según ESP, calzando de este modo vencimientos. En el 2015, Netflix incrementa fuertemente su financiamiento, mediante la emisión de deuda a largo plazo por 1.500 millones, siendo insuficiente para cubrir su flujo de caja efectivo total que se manifiesta en negativo por 840,7 millones, evidenciando de este modo problemas de liquidez.



▲ **Figura 12:** Evolución flujo de caja por actividades de financiamiento. Datos de Bloomberg, 2016.

Con la información y análisis realizado, podemos **concluir que Netflix presenta una liquidez problemática de tipo estructural** (no coyuntural) que se evidencia desde el 2010 y que se mantiene en el último ejercicio cerrado a 2015, consecuencia de que se trata de una empresa en pleno crecimiento con altas necesidades de reinversión y financiamiento fruto de la penetración en nuevos mercados para aumentar el volumen de suscriptores así como al generación de nuevas propuestas de valor como la creación de series propias como House of Cards, Narcos y series de Marvel que requieren un fuerte financiamiento con deudas y en parte con utilidades del ejercicio a raíz de su política de hace varios años de no distribuir dividendos.

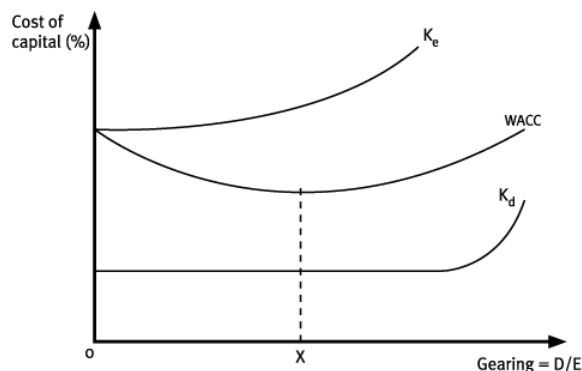
### Análisis de la estructura financiera y del CPC.

El costo promedio del capital o WACC en inglés es el costo ponderado de los fondos propios y las deudas financieras, de acuerdo a lo señalado por Pascale (Pascale, 2009) se define como:

$$WACC = k_e \times (FP / (D + FP)) + k_d \times (1 - t) \times (D / (D + FP))$$

Para hallar el costo de los fondos propios la herramienta Bloomberg utiliza el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model / Modelo de fijación de precios de activos de capital). Como el riesgo inherente de los fondos propios es mayor al de las deudas el retorno esperado de los fondos propios ( $k_e$ ) es mayor que el costo de la deuda ( $k_d$ ), y cuanto mayor sea el peso de las deudas menor el WACC. Entonces el WACC disminuye a medida que aumentamos el peso de las deudas pero hasta cierto punto dado que los costos de bancarrota asociados al mayor peso de las deudas establecen que desde cierto nivel de endeudamiento el WACC

vuelva a crecer. La estructura financiera óptima es aquella donde se minimiza el WACC, en la figura 13 podemos observar como es el comportamiento del WACC al aumentar el nivel de endeudamiento.



▲ **Figura 13:** Análisis de estructura óptima de financiamiento.  
Fuente: KAPLAN Financial Knowledge Plan, 2016.

Como apreciamos en la figura 13, el punto de endeudamiento X es el que minimiza el WACC y por ende cuando hablamos de valuación de una empresa y utilizamos como tasa de retorno requerida el WACC, en este punto es donde se maximiza el valor de la firma. Al analizar la estructura financiera de Netflix vemos que en los últimos años el peso de las deudas no ha variado de forma significativa, oscilando entre el 2% y el 5% de peso relativo. Como podemos observar es una empresa con poco endeudamiento, por lo cual es difícil ver un comportamiento como el antes descrito donde el WACC se hace más chico al aumentar el peso de las deudas. La variación del WACC está explicada por los cambios en el retorno esperado de los fondos propios que surgen a través del modelo CAPM, esto queda en evidencia dado que el peso de los fondos propios son de por lo menos el 92%, por ende el  $k_e$  converge en el WACC en el caso de Netflix. De acuerdo a la Tabla 1 anteriormente citada, se puede apreciar la evolución del WACC desde 2008 a 2015, evidenciando que la estructura financiera ha sido estable en términos relativos, pero no en términos absolutos. La capitalización de mercado y las deudas se han incrementado en el correr de los últimos 8 años, como se puede apreciar en la tabla 15 el crecimiento de la capitalización de mercado se debe en su mayoría al mayor valor de las acciones de Netflix. El mayor incremento en las deudas se vio en 2015, donde Netflix emitió deuda a largo plazo por 1.500 millones de dólares.

▼ **Tabla 15:** Indicadores de liquidez. Datos de Bloomberg, 2016.

In Millions of USD except Per Share	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
12 Months Ending	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015
Last Price	9.90	13.23	52.60	48.80	114.38
Period-over-Period % Change	-60.56	33.63	297.63	-7.21	134.38
Open Price	25.00	10.04	13.60	52.40	49.15
High Price	43.54	19.06	55.59	69.90	133.27
Low Price	8.91	7.54	12.96	42.79	45.26
Market Capitalization	3,838.6	5,146.8	21,945.5	20,638.7	48,947.8
Current Shares Outstanding	387.53	388.82	414.80	421.72	427.39
Equity Float	377.27	376.47	394.72	402.84	415.09

Más allá de los incrementos absolutos de la capitalización de mercado y de las deudas, para calcular el WACC debemos tomar en cuenta los pesos relativos, que como ya vimos, se mantuvieron prácticamente constantes en los últimos 8 años.

Para poder explicar la variación en el WACC debemos centrarnos en el costo de los fondos propios y en el modelo que está atrás de su cálculo, el Modelo de fijación de activos financieros más conocido como CAPM.

La fórmula del CAPM (figura 14) se basa en 3 indicadores: la tasa libre de riesgo, el retorno del mercado y el coeficiente beta del activo del cual se quiere hallar el rendimiento. El coeficiente beta será explicado en el próximo punto por lo cual no nos detendremos en este momento a explicar su cálculo.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$K_e = R_F + (R_m - R_F) \times \beta$$

Cost of Equity = Risk Free Rate + (Market Risk Premium) x Beta

▲ **Figura 14:** Fórmula CAPM. Fuente: CFO, 2014.

Como vemos en la Tabla 16, el retorno esperado del mercado fue en descenso desde 2008 a 2015, mientras que el Beta de Netflix bajo desde 2008 a 2010 y luego se fue incrementando año a año hasta la fecha. El mayor peso de  $k_e$  viene dado por la prima de riesgo de la empresa, su peso relativo a estado en un 80% del costo de los fondos propios. Con referencia a la tasa libre de riesgo vemos que estuvo en el entorno del 1.8% al 3.0%, estando hoy en día en tasas de interés muy bajas. Bloomberg toma como referencia los bonos estadounidenses a 10 años para fijar la tasa libre de riesgo.

▼ **Tabla 16:** Cálculo de costo de fondos propios. Datos de Bloomberg, 2016.

	Rf	Rm	β ajust	σ <sub>Netflix</sub> σ <sub>Rm</sub>	σ <sub>Rm,2</sub>	Rm - Rf	(Rm-Rf)xβ	% Rf	% (Rm-Rf)xβ	Ke
2008	2,2%	11,7%	1,13	0,15%	0,13%	9,5%	10,8%	17,0%	83,0%	13,0%
2009	3,8%	10,7%	0,90	0,15%	0,17%	6,8%	6,1%	38,5%	61,5%	10,0%
2010	3,3%	11,7%	0,62	0,04%	0,09%	8,4%	5,2%	38,8%	61,2%	8,5%
2011	1,9%	10,7%	0,88	0,06%	0,07%	8,8%	7,8%	19,5%	80,5%	9,6%
2012	1,8%	10,4%	0,88	0,05%	0,06%	8,6%	7,6%	19,0%	81,0%	9,4%
2013	3,0%	9,8%	1,33	0,03%	0,02%	6,7%	9,0%	25,3%	74,7%	12,0%
2014	2,2%	9,2%	1,47	0,03%	0,02%	7,1%	10,4%	17,3%	82,7%	12,6%
2015	2,3%	9,4%	1,46	0,05%	0,03%	7,1%	10,4%	17,9%	82,1%	12,7%

El incremento en el beta de Netflix viene dado por una mayor volatilidad y mayor rendimiento con respecto al índice de mercado, cabe destacar que en el año 2015 fue la tecnológica con mayor rendimiento del mercado.

Aunque el peso de las deudas no es significativo dentro de la estructura financiera de la firma, observamos que desde el 2008 a 2013 se financio prácticamente a la tasa libre de riesgo, mientras que en el 2015 el costo de la deuda estuvo cerca de 1% por encima de  $R_f$ .

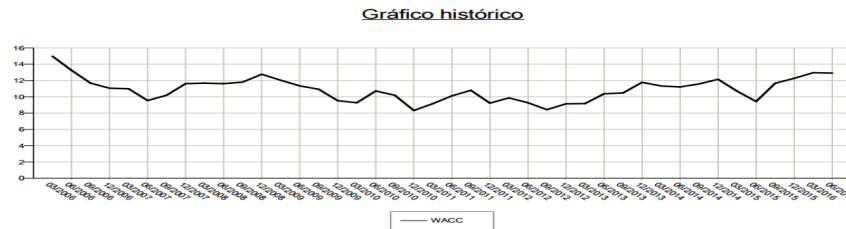
Esto se debe que desde 2014 Netflix emitió mayor deuda empeorando sus ratios, el ratio deudas/capital invertido paso de un 27.27% en 2013 a 51.61% en 2015 como vemos en la Tabla17, donde Netflix emitió deuda por 1500 millones de dólares y por ese hecho las calificadores de crédito Moody's y S&P le bajaron la nota de deuda a B1 y B+ respectivamente.

▼ **Tabla 17:** Evolución de Deuda. Datos de Bloomberg, 2016.

In Millions of USD except Per Share	FY 2013	FY 2014	FY 2015
12 Months Ending	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015
Market Capitalization	21,945.5	20,638.7	48,947.8
- Cash & Equivalents	1,200.4	1,608.5	2,310.7
+ Preferred Equity	0.0	0.0	0.0
+ Minority Interest	0.0	0.0	0.0
+ Total Debt	500.0	885.8	2,371.4
Enterprise Value	21,245.1	19,916.0	49,008.5
Total Capital	1,833.6	2,743.6	4,594.8
Total Debt/Total Capital	27.27	32.29	51.61
Total Debt/EV	0.02	0.04	0.05



Para concluir se adjunta la Figura 15 con la evolución histórica del WACC desde 2006 a la fecha, como se observa no ha tenido mayores variaciones estando en un promedio de 11%, porcentaje un poco menor al de los últimos años.

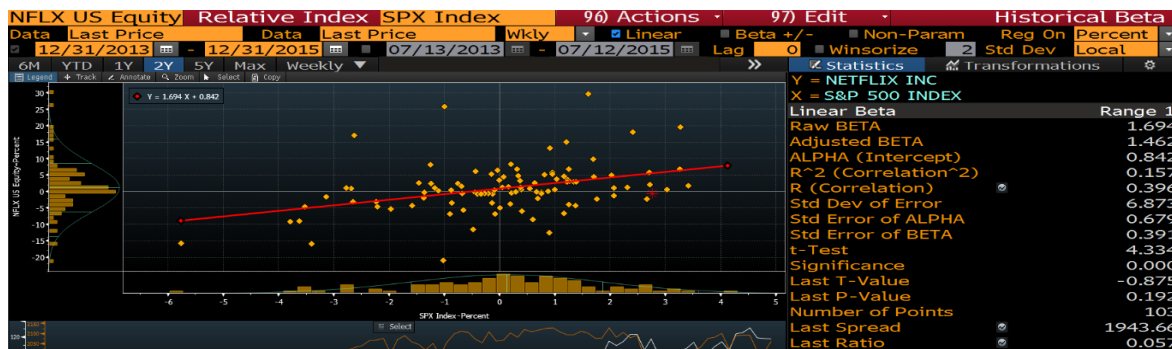


▲ **Figura 15:** Evolución WACC. Datos de Bloomberg, 2016.

### Análisis de Beta ( $\beta$ )

El **coeficiente  $\beta$**  según lo señalado por Pascale (Pascale, 2009) provee una medida de riesgo sistemático (riesgo de mercado que no es posible diversificar) de invertir en una empresa, dado que mide la respuesta de los retornos de un activo ante fluctuaciones en los retornos de mercado. Es el riesgo al cual está expuesto una empresa por operar dentro de la economía y afecta a todos los agentes que se encuentran operando en el mercado. El mercado de referencia para calcular el coeficiente beta es el índice S&P500, el cual está compuesto por las 500 empresas más grandes de Estados Unidos.

En la Figura 16 se muestra la estimación del coeficiente beta realizada mediante el cálculo de la pendiente de regresión lineal entre los rendimientos del mercado (Índice S&P 500) y los rendimientos de Netflix.



▲ **Figura 16:** Estimación coeficiente beta. Datos de Bloomberg, 2016.

La estimación fue realizada tomando en consideración los valores históricos de ambos rendimientos en dos años.

Desde un punto de vista matemático, se define como la covarianza entre un activo y el mercado, dividido la varianza de este último. Para nuestro ejemplo con la empresa NETFLIX, podemos definir su coeficiente beta de la siguiente manera:

$$\beta_{\text{NETFLIX}} = \text{COV}(\text{Netflix}, \text{S\&P 500}) / \text{V}(\text{S\&P 500})$$

Analizando la dispersión de los rendimientos, tenemos indicios de que el beta de NETFLIX debería ser mayor que 1, el cual es denominado un beta “agresivo”. Lo anterior implica que la variabilidad de los rendimientos obtenidos por NETFLIX es mayor que la variabilidad de los rendimientos del mercado (entendida como el índice de referencia S&P 500). De este modo, la empresa amplificará los movimientos del rendimiento del mercado, tanto al alza como a la baja.

Esto es, ante un aumento en los rendimientos obtenidos por el mercado, NETFLIX reaccionará en la misma dirección que el mercado pero con un aumento más pronunciado (lo anterior es posible visualizarlo en el gráfico de líneas que compara los rendimientos de NETFLIX y S&P 500) y en aquellos casos que se produce una baja en los rendimientos del mercado, NETFLIX reaccionará con una baja en sus rendimiento pero más pronunciada que la de mercado.

De la información extraída de Bloomberg, podemos afirmar que el  $\beta_{\text{netflix}} = 1,694$  y que su bondad de ajuste asciende a 15,8%, por lo que el 15,8% de la variabilidad del rendimiento de NETFLIX es explicada por el rendimiento del mercado. La validación de los supuestos que hacen que podamos confiar en esta medida fue realizada en la herramienta SPSS.

En cuanto a la interpretación del coeficiente beta, podemos explicarla de la siguiente manera: al aumentar el rendimiento del mercado en un 1 %, se espera que el rendimiento de NETFLIX aumente en un 1,694%.

Vale destacar que la plataforma Bloomberg nos proporciona dos tipos de beta. Por un lado aparece el “**beta bruto**” y por otro lado “**beta ajustado**”. El beta bruto es aquel resultante del modelo de regresión lineal simple, sin ningún tipo de ajustes. El cálculo del beta ajustado deriva del beta bruto, al cual se le practican ajustes.

El modelo que utiliza Bloomberg para calcular el beta ajustado, es especialmente útil para aquellos casos que la empresa aún no se encuentre en su período de maduración (tal es el caso de NETFLIX). El cálculo del beta ajustado se realiza de la siguiente manera:

$$\beta_{\text{ajustado}} = a * \beta_{\text{bruto}} + b * 1$$

donde a y b son parámetros estimados mediante estadísticas bayesianas y que se ajustan periódicamente, sin grandes cambios cuantitativos. Para el caso de estudio, el  $a = 2/3$  y  $b = 1/3$ , según lo que indica Ogier, (Ogier, 2004). Lo que se pretende mediante esta ponderación es acercarse al valor uno del  $\beta$ , tendiendo así al promedio del mercado.

En el caso de NETFLIX, el valor del  $\beta$  ajustado asciende a 1,462. De acuerdo a lo enunciado anteriormente, **debiéramos utilizar el  $\beta$  ajustado como una medida de riesgo sistemático más aproximada que el  $\beta$  bruto.**

## ¿Creación o destrucción de valor en Netflix?

El objetivo de las finanzas es la **maximización del valor de la firma para los propietarios**, o sea la maximización del capital. A los efectos de conocer si una decisión individual contribuye al logro del objetivo, se utiliza el **VPN** (Valor Presente Neto). En la medida que el proyecto arroje un VPN mayor que cero, la decisión crea valor para la empresa. La desventaja de este criterio es que se aplica antes de realizar la inversión y es además un cálculo que estudia una inversión en forma aislada. Para superar tales desventajas, surge el **EVA** (Economic Value Added o Valore Agregado Económico), que es considerada una medida de la performance de una empresa para determinar si crea o destruye valor durante un ejercicio económico. Es considerada una medida del rendimiento residual, dado que parte del BONDÍ (Beneficios Operativos Netos Después de Impuestos) y se le resta el costo de las fuentes de financiamiento, que financian el capital operativo necesario para generar dicho beneficio. Su fórmula de cálculo es la siguiente, según señala Roldós (Roldós, 2016):

$$EVA_t = BONDÍ_t * - WACC_t \times A_{t-1}$$

De acuerdo a los datos de Bloomberg, se puede calcular el EVA desde el 2008 al 2015 inclusive para nuestra empresa bajo análisis, señalando que en los años 2012, 2013 y 2015 se

destruyó valor (característica común de empresas de fuerte y rápido crecimiento), mientras que en los restantes se creó valor:

$$EVA_{AÑO} = (\text{Beneficio Operacional Neto}) - \text{Impuestos operacionales en efectivo} - \text{Capital total de inversión} * \text{WACC en \%}$$

$$EVA_{2008} = (115,18 - 51,36) - 358,25 * 12,77\% = 18,07 > 0 \rightarrow \text{CREACIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2009} = 191,94 - 48,21 - 437,13 * 9,53\% = 102,09 > 0 \rightarrow \text{CREACIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2010} = 283,64 - 113,21 - 526,37 * 8,32\% = 126,65 > 0 \rightarrow \text{CREACIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2011} = 376,97 - 139,54 - 845,13 * 9,22\% = 158,59 > 0 \rightarrow \text{CREACIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2012} = 49,99 - 78,76 - 887,77 * 9,14\% = -109,89 < 0 \rightarrow \text{DESTRUCCIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2013} = 228,35 - 90,51 - 1.764,46 * 11,78\% = -69,93 < 0 \rightarrow \text{DESTRUCCIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2014} = 402,65 - 26,06 - 2.743,56 * 12,15\% = 43,23 > 0 \rightarrow \text{CREACIÓN DE VALOR}$$

$$EVA_{2015} = 305,83 - 41,48 - 4.594,79 * 12,27\% = -299,47 < 0 \rightarrow \text{DESTRUCCIÓN DE VALOR}$$

La Figura 17 es de particular interés, donde se relaciona el WACC (curva amarilla con medición a través de escala de valores del lado izquierdo) y el EVA (curva celeste con medición a través de la escala del lado derecho). Se puede **explicar un incremento del EVA**, es decir la creación de valor por parte de la empresa por dos efectos. El primero, vía aumento del BONDI (Beneficios Operativos Netos Después de Impuestos). El segundo, mediante disminución del costo de las fuentes de financiamiento medido a través del WACC. En tal sentido, se puede apreciar una correlación negativa entre WACC y EVA, es decir, dado un BONDI fijo, al aumentar el WACC necesariamente disminuye el EVA. Esto se puede visualizar claramente en el gráfico, donde ambas curvas en la mayoría de los años siguen comportamientos opuestos, es decir, cuando una sube la otra baja. Sin embargo, se presentan excepciones como el caso del EVA generado en el 2014, en donde la WACC pasó de 11,78% en 2013 a 12,15% en 2015, y siendo el EVA para el 2013 negativo en -69,93 aumentó a 43,23 en el año 2014. Lo que explica esto, es que el BONDI creció en una proporción mayor (varió en un 173,22%) que el incremento del WACC (varió en un 3,14%), comparando ambos con respecto al período anterior.



▲ Figura 17: Evolución WACC y EVA. Datos de Bloomberg, 2016.

Otro análisis que se puede realizar, es mediante los **indicadores de la rentabilidad sobre activos (ROA) y la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) junto al análisis del costo de la deuda**, proporcionando información sobre el uso que se está haciendo de los activos y de los fondos propios, respectivamente. Además, puede proporcionar información adicional de la estructura de financiación más adecuada para nuestra empresa (efecto apalancamiento). El efecto apalancamiento puede ser: (1) **Positivo**, que se produce cuando el ROE es superior al ROA. Esto se dará cuando el coste medio de la deuda sea inferior a la rentabilidad económica

(ROA). En este caso, la financiación de parte del activo con deuda ha posibilitado el crecimiento de la rentabilidad financiera (ROE); (2) **Nulo** (o cero), cuando ambos ratios coinciden. Esto sucede en el caso en que la totalidad del activo se financie con fondos propios, es decir, no existe deuda en la empresa; (3) **Negativo**, cuando el ROE es inferior al ROA. En este caso el coste medio de la deuda es superior a la rentabilidad económica.

La Tabla 18, muestra como en los años 2012, 2013 y 2015 se ha destruido valor, en la medida que el ROA es menor que el Costo de la Deuda ( $k_d$ ):

▼ **Tabla 18.** Análisis creación de valor. Datos de Bloomberg, 2016.

	2011	2012	2013	2014	2015
Costo de Deuda	1,9	1,6	3,2	2,7	3,3
Rentabilidad sobre Activos	11,16	0,49	2,40	4,28	1,42
<b>DESTRUCCIÓN DE VALOR</b>		X	X		X
<b>CREACIÓN DE VALOR</b>	X			X	

## Conclusiones

Analizar la situación económica, financiera y patrimonial actual de una empresa como Netflix no es tarea sencilla. Sin perjuicio de la abundante información disponible sobre esta empresa que cotiza en importantes bolsas y que forma parte del Índice S&P 500, arribar a una conclusión determinante o valuación exacta es imposible. No tenemos un número exacto, solo una aproximación que ronda entre los 48 y 52 mil millones de dólares. Sin embargo, destacamos la necesidad de utilizar todo el herramental financiero disponible para arribar a diferentes conclusiones complementarias y bajo juicio profesional del analista arribar a una conclusión propia que satisfaga su propósito de investigación.

Debemos tener en claro, antes que nada, el propósito para el cual queremos realizar el análisis. Por ejemplo, si se busca realizar una valuación empresarial para negociación, ningún modelo va a arribar a un resultado exacto, el cual posteriormente va a ser objeto de negociación y por sucesivas aproximaciones se llegaría a un valor justo o de intercambio razonable entre las partes.

Según Damodaran (Damodaran, 2016), considerado por muchos el número uno en valuación de empresas, señala que la valuación no es una ciencia dado que no se basa en leyes inmutables. Tampoco es un arte, en la medida de la necesidad de nacer con ciertas aptitudes para ser un buen valuador. Sostiene que es una artesanía, se aprende haciendo como en la cocina, y a través de sucesivas aproximaciones y discusiones se puede llegar a un valor aproximado lo más cercano a su valor real que es desconocido. Lo importante es mantener un error de aproximación más pequeño que el de la competencia, para sacar un buen provecho de la negociación. Simplemente eso.

Señalamos los aportes de Damodaran por su visión innovadora sobre el mundo de las finanzas, el cual compartimos. Hace hincapié en pensar con una perspectiva "forward looking", mirando hacia adelante y no hacia atrás como lo hacen la mayoría. Independientemente del herramental financiero utilizado, si un hecho no afecta a los flujos de caja y al riesgo, entonces no afecta su valor. Señala la importancia de contar una historia junto a los números, dado que los números por si solos no sirven sin una historia detrás y el juicio razonable del analista. Existen numerosas valuaciones y estudios con modelos financieros muy complejos matemáticamente que arriban a tasas de rentabilidad perpetuas por encima del

crecimiento del PBI, lo cual no tiene sentido porque esa empresa terminaría absorbiendo la economía del país.

Los modelos financieros de valuación se basan en el fuerte supuesto de empresas en madurez, lo que es inaplicable al caso de Netflix que se encuentra en pleno auge de crecimiento. Además proyectar los flujos de fondos futuros es una tarea muy difícil contando solo con información pública.

Lo que intentamos hacer con este trabajo, brindar una simple aproximación de la situación económica, financiera y patrimonial actual de Netflix, mezclando historias con números. Esperemos que sea mejor a la de la competencia. **Ahí está la ganancia.**

## Bibliografía

- Damodaran, A (2016). "My Valuation Journey: Have faith, you must". *Conferencia en Buenos Aires. Organización de CFA Society de Argentina y Uruguay.*
- Ogier, T.; Rugman, J; Spicer, L. (2004). *The Real Cost of Capital: A business Field Guide to Better Financial Decisions.* 6ª Edición. New York: Financial Times/Prentice Hall/Pearson Education.
- Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras.* 6ª Edición. Prentice Hall-Pearson Education. Buenos Aires.
- Roldós, M.; Fernánedez, D.; Díaz, V; Chaves, A. (2016). Diapositivas, materiales y apuntes de la Materia Administración Financiera de la Empresa. *Posgrado Especialización Finanzas. Edición 2016. Centro de Posgrados UDELAR.*
- Ross, S.; Westerfield, R.; Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas.* 9ª Edición. McGraw-Hill/Interamericana Editores S.A. de C.V.México

## Software de consulta

- Software SPSS: Análisis estadístico.
- Terminal Bloomberg para la obtención de datos y gráficos.

## Páginas web de consulta

- *CFO.* (2014). "When should you give investors their money back?" Página web: <http://ww2.cfo.com/capital-markets/2014/06/give-investors-money-back/>
- *EL OBSERVADOR.* (2016). "La amplia biblioteca de Netflix en Uruguay". Página web: <http://www.elobservador.com.uy/la-amplia-biblioteca-netflix-uruguay-n939958>
- *Expended Ramblings / Buzzfeed / MentalFloss. David.* (2015). "Netflix, en números". Página web: <https://www.netflixados.com/netflix-en-numeros/>
- *KAPLAN FINANCIAL KNOWLEDGE BANK.* (2016). "Corporate Financing". Página web: <http://kfkknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Theories%20of%20Gearing.aspx>
- *NASDAQ.* (2016). "Netflix, Inc. Analyst PE Estimates" . *NASDAQ.* (2016). Página web: <http://www.nasdaq.com/symbol/nflx/pe-ratio>
- *NETFLIX.* (2016). "Perfil de la Compañía". Página web: <https://ir.netflix.com/>
- *Yahoo Finance.* (2016). "Netflix, Inc. (NFLX)". Página web: <https://es.finance.yahoo.com/q/cf?s=NFLX&annual>
- *Wikipedia.* (2016). "Netflix, Inc". Página web: <https://es.wikipedia.org/wiki/Netflix>