



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

**Netflix – Um Novo Paradigma na Indústria de
Entretenimento: Análise e Valuation**

Rafael Mussoi Cattley

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, junho de 2020



Rafael Mussoi Cattley

**Netflix – Um Novo Paradigma na Indústria de
Entretenimento: Análise e Valuation**

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador: André Cabús Klötzle

Rio de Janeiro
Junho de 2020

“If you’re going through hell, keep going.”

– Winston Churchill

Agradecimentos

Aos meus pais. Minha gratidão é eterna.

À Mari e Lulu, pelo apoio e paciência.

Aos meus sócios, pela empatia e compreensão com as minhas decisões.

A todos os professores que contribuíram para minha formação profissional e pessoal. Em especial, gostaria de agradecer ao Professor André Klötzle pela orientação no desenvolvimento deste trabalho e ao Professor Andre Luiz Roizman, pelas brilhantes aulas de planejamento estratégico e, sobretudo, de humanidade.

Resumo

CATTLEY, Rafael Mussoi. **Netflix – Um Novo Paradigma na Indústria de Entretenimento: Análise e Valuation**. Rio de Janeiro, 2020. 32 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho tem como objetivo avaliar o valor justo da empresa Netflix (B3: NFLX34; NASDAQ: NFLX) através da aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado. Para cumprir este objetivo e balizar as premissas utilizadas no modelo financeiro, será feita também uma análise da evolução da indústria de entretenimento global e da posição competitiva da companhia. Os resultados finais sugerem um preço-alvo para a Netflix (NASDAQ) de US\$ 660,45, valor que excede em 57,4% o preço de fechamento mais recente da ação.

Palavras-chave

Netflix, Streaming, SVOD, Valuation, Fluxo de Caixa Descontado

Abstract

CATTLEY, Rafael Mussoi. **Netflix – A New Paradigm in the Entertainment Industry: Analysis and Valuation**. Rio de Janeiro, 2020. 32 p. Final Thesis – Business Department. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The purpose of this thesis is to estimate the fair value for Netflix stock (traded in NASDAQ under the ticker NFLX, with equivalent receipts traded in the Brazilian exchange B3 under the ticker NFLX34), using the Discounted Cash Flow valuation methodology. In order to accomplish this goal and to inform the premises used in the financial model, an analysis of the global entertainment industry and of the company's competitive positioning will also be performed. Results show that, under the assumptions utilized, the fair price for Netflix stock is US\$ 660,45, which represents a potential upside of approximately 57%.

Keywords

Netflix, Streaming, SVOD, Valuation, Discounted Cash Flow

Sumário

1. Introdução	1
2. Referencial Teórico	4
3. Metodologia	7
4. Análise da Empresa e Indústria	9
5. Apresentação e Análise dos Resultados	18
6. Conclusões	24
7. Referências Bibliográficas	26
8. Apêndice	28

Lista de Figuras

Figura 1 – Número de Canais Assistidos vs. Pagos, EUA.....	12
Figura 2 – Mudança em Horas Assistindo TV por Idade, EUA.....	13
Figura 3 – Netflix: Base de Usuários Pagos.....	14
Figura 4 – Receita Mensal Média por Região.....	19
Figura 5 – Receita Mensal Média Projetada.....	20
Figura 6 – Projeção da Base de Usuários Pagos.....	21
Figura 7 – Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital.....	22
Figura 8 – Estimativa do Valor Justo.....	23

1. Introdução

Há uma importante mudança de paradigma ocorrendo na indústria global de entretenimento. Atualmente, mais de 1 bilhão de unidades familiares possuem uma assinatura de TV paga no mundo (BEGUM, 2018), representando um mercado de mais de US\$ 500 bilhões por ano (MCDONALD, 2018). A enorme lucratividade histórica da indústria foi possibilitada, em grande parte, pela relevante barreira de entrada que as companhias incumbentes possuíam na distribuição de conteúdo e o consequente oligopólio na venda de propaganda. Como em diversas indústrias, o surgimento da internet subverteu esse paradigma, drasticamente reduzindo custos de distribuição e permitindo a criação de tecnologias e plataformas globais de conteúdo que, pela primeira vez, ameaçam a dominância dos conglomerados tradicionais da indústria.

A Netflix é a principal beneficiária dessa quebra de paradigma. A empresa foi a pioneira nesse processo de disrupção, criando seu serviço de *streaming* em 2007 e liderando o movimento global de criação e consumo de conteúdo sob demanda. A empresa californiana, fundada em 1997 e listada na bolsa de valores americana NASDAQ em 2002, conta hoje com mais de 180 milhões de assinantes pagos ao redor do mundo – líder absoluta no segmento digital – e valor de mercado de aproximadamente US\$ 180 bilhões.

Além de desafiar o paradigma competitivo vigente, o modelo de negócios da Netflix também representa um novo paradigma para investidores que pretendem atribuir valor à companhia. Ferramentas tradicionalmente empregadas no processo de *valuation*, em especial às associadas com a escola fundamentalista – como a relação preço/lucro, indicadores financeiros de retorno e pagamento de dividendos – perdem a utilidade no contexto de um negócio rapidamente crescente, porém deficitário.

Entretanto, a importância do desafio de identificar o valor intrínseco da empresa – e os ganhos potenciais para investidores bem-sucedidos nesse processo – permanecem mais relevantes do que nunca.

1.1 Objetivo

O objetivo principal do presente trabalho é estimar o valor justo das ações listadas da Netflix, utilizando o método de valuation de fluxo de caixa descontado.

1.2 Objetivos Intermediários

Para atingir o objetivo final proposto, este estudo prevê os seguintes objetivos intermediários a serem alcançados:

- ✓ Apresentar as diferentes abordagens possíveis para a avaliação de empresas, analisando os *trade-offs* relevantes e a aplicabilidade para o caso em questão;
- ✓ Realizar uma análise acerca dos diferenciais competitivos que expliquem o sucesso da Netflix;
- ✓ Realizar uma análise que compare os objetivos estratégicos da empresa com seus principais competidores;
- ✓ Levantar dados relacionados à indústria global de TV paga;
- ✓ Levantar dados que possibilitem estimar o mercado endereçável da empresa e a trajetória de penetração do serviço;
- ✓ Levantar dados específicos à empresa que possibilitem uma análise granular do negócio;
- ✓ A partir das informações previamente compiladas, realizar um valuation completo da companhia.

1.3 Delimitação do Estudo

O presente trabalho irá se limitar exclusivamente a produzir uma avaliação qualitativa e quantitativa do valor corrente da Netflix.

Para entender a situação atual e projetar o futuro da Netflix, é preciso entender o contexto histórico em que se desenvolveu a indústria de TV paga nos Estados Unidos, a forma como a evolução de novas tecnologias afetou o modelo de negócios da empresa e o desenvolvimento do ambiente competitivo.

Naturalmente, a qualidade do processo de *valuation* é diretamente proporcional à qualidade da informação e dados obtidos. Portanto, a elaboração do presente trabalho irá depender da coleta da máxima quantidade de dados financeiros possíveis, extraídos de informações internas da empresa, demonstrativos financeiros públicos, dados macro e microeconômicos e indicadores de desempenho do setor.

Também será importante abordar conceitos como WACC, CAPM, Beta e taxas de juros, que serão utilizados para estimar a taxa de desconto apropriada para descontar os futuros fluxos de caixa da companhia.

1.4 Relevância do Estudo

O surgimento de plataformas que oferecem um serviço de *streaming* sob demanda (*on-demand*) para a distribuição de conteúdo de entretenimento em escala global, como a Netflix, representam, nas últimas décadas, o ponto de inflexão mais relevante na forma como conteúdo audiovisual é produzido, distribuído e consumido no mundo.

A escala e capilaridade da companhia reforçam a relevância do estudo: com mais de 180 milhões de assinantes, a empresa possui mais relacionamentos diretos com clientes do que todos os seus competidores tradicionais de TV a cabo.

Além disso, o presente trabalho será útil para investidores do mercado de capitais, que possuem o desafio constante de atribuir um valor justo para a companhia e que podem auferir relevantes ganhos investindo em negócios listados. Vale notar, ainda, que desde 2013, recibos lastreados em ações da Netflix – conhecidos como BDRs, ou *Brazilian Depositary Receipts* – negociam diretamente na bolsa de valores brasileira (B3, antiga Bovespa), tornando o tema relevante, também, para investidores brasileiros.

2. Referencial Teórico

2.1 *Valuation*

Valuation é o processo que almeja determinar o valor presente de um ativo (ou passivo). Pode ser utilizado, essencialmente, em qualquer ativo (ou passivo) que produza fluxos de caixa: ações, opções, empreendimentos, patentes, licitações ou títulos de dívida são alguns exemplos.

Esse processo de avaliação do valor presente de um ativo possui, de forma simplificada, três abordagens. A primeira, o valuation por fluxo de caixa descontado, estima o valor de um ativo com base no valor presente de todos os fluxos de caixa futuros esperados para aquele ativo. A segunda abordagem é a do valuation relativo, onde utiliza-se o preço de ativos julgados “comparáveis” relativamente a alguma variável comum, como geração de receita, valor contábil, lucratividade ou fluxos de caixa para derivar uma estimativa de valor para o ativo em questão. A terceira, o valuation de direitos contingentes, emprega modelos de precificação de opções (dos quais o modelo Black-Scholes é o mais frequentemente utilizado) para medir o valor de ativos que apresentam características de opções (DAMODARAN, 1999).

2.2 Abordagem do Fluxo de Caixa Descontado

A noção de que o valor intrínseco de um ativo é equivalente à soma do valor presente dos fluxos de caixa dele esperados norteia a análise de investimentos e é a metodologia mais utilizada por analistas de mercado (DAMODARAN, 1999). Sua fórmula é dada por:

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1 + R)^t}$$

Onde:

t = vida útil do ativo

CF_t = fluxo de caixa no período t

R = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimados

2.3 Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa

O valor da empresa é obtido ao descontar os fluxos de caixa esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após o pagamento de todas as despesas operacionais e fiscais do negócio, líquidos de investimentos em ativos fixos e capital de giro, mas antes do pagamento de dívidas. O fluxo de caixa líquido para a empresa compreende, portanto, o caixa produzido pela empresa que se encontra disponível tanto para os acionistas quanto para os credores da companhia (BODIE, KANE e MARCUS, 2010).

A taxa de desconto utilizada se refere ao custo médio ponderado do capital total empregado, ou seja, o custo de todos os elementos de financiamento usados pela empresa, ponderados de acordo com suas proporções de valor de mercado (TITMAN e MARTIN, 2010). Esse fluxo pode ser demonstrado como:

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

t = vida útil da empresa

$FCFF_t$ = fluxo de caixa esperado para a empresa no período t

$WACC$ = custo médio ponderado de capital

2.4 Fluxo de Caixa Descontado para os Acionistas

De forma similar, o valor do patrimônio líquido pode ser obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados sob a ótica do acionista, isto é, os fluxos de caixa residuais após a dedução de todas as despesas operacionais e fiscais do negócio, líquidos de investimentos em ativos fixos e capital de giro, além do pagamento de juros e principal da dívida, ao custo do patrimônio líquido, ou seja, a taxa de

retorno exigida por investidores sobre o patrimônio líquido da empresa (DAMODARAN, 1999), tido como:

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

Onde:

$FCFE_t$ = fluxo de caixa do acionista no período t

K_e = custo do patrimônio líquido

2.5 Cálculos do WACC e K_e

O WACC será obtido pela seguinte fórmula:

$$WACC = (D/D+E) \times K_d \times (1-\%IR) + (E/D+E) \times K_e$$

Onde:

K_d = custo da dívida

K_e = custo do capital próprio

D = dívida total

E = patrimônio líquido da empresa

$\%IR$ = alíquota do Imposto de Renda

Para o custo do capital próprio (K_e), foi usada a fórmula adiante:

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

Onde:

R_f = taxa livre de risco (títulos do Tesouro)

β = beta da empresa

R_m = taxa de mercado (bolsa de valores)

3. Metodologia

3.1 Tipo de pesquisa

Para atingir o objetivo deste trabalho foi necessária a utilização do método de pesquisa exploratória que, segundo GIL (2008), tem a finalidade de proporcionar maior familiaridade com o problema, ao explicitá-lo, possibilitando a criação e desenvolvimento de uma hipótese a ser investigada de acordo com os resultados da pesquisa. De acordo com GIL (2008), este método de pesquisa também permite abordagens futuras em relação ao tópico e hipóteses levantadas, a fim de construir um raciocínio fluido e em desenvolvimento entre autores.

O método de pesquisa utilizado também teve caráter quantitativo, já que se procurou coletar, processar e analisar dados financeiros da empresa e do setor de entretenimento, procurando encontrar evidências conclusivas para o problema abordado (FONSECA, 2002). De acordo com Fonseca, a conjunção da pesquisa quantitativa com a qualitativa possibilita a compilação de mais informações do que se poderia conseguir de forma isolada.

3.2 Fontes de informação selecionadas

As principais fontes de informação utilizadas na realização deste trabalho serão extraídas do próprio *site* de Relações com Investidores da Netflix e do portal EDGAR, que reúne todos os documentos regulatórios publicados de acordo com as normas da comissão de valores mobiliários americana, o *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC).

Além disso, será realizada uma extensa busca em *sites* focados na indústria, para complementar a análise sobre a empresa. Softwares financeiros, como

Bloomberg e Capital IQ, também serão utilizados para a obtenção de dados históricos da empresa e do setor.

Estas fontes de informação incluem:

- Demonstrativos financeiros de resultado contábil;
- Balanços patrimoniais;
- Demonstrativos de fluxo de caixa;
- Relatórios anuais;
- Apresentações institucionais;
- Transcrições de *calls* de resultados trimestrais;
- Entrevistas com os principais executivos;
- Notícias do setor e da empresa;
- Artigos e livros.

3.3 Organização dos dados quantitativos

Os dados históricos e projeções futuras foram realizados em uma planilha de Excel. As informações necessárias para a construção de um modelo financeiro foram consolidadas no ANEXO 1, onde se fez possível concluir os objetivos previstos nos itens 1.1 e 1.2 deste trabalho.

3.4 Limitações do estudo

O método que será utilizado para obter o valor justo da companhia é o Fluxo de Caixa Descontado, que, apesar de ser amplamente considerado por analistas de investimento como o método mais apropriado para se avaliar o valor justo de empresas, sofre de diversas limitações. O principal desafio dessa abordagem é a projeção dos fluxos de caixa futuros. É preciso elaborar premissas e estimar a evolução de todas as linhas de receita da empresa, além de sua estrutura de custos. O futuro é incerto e imprevisível, o que resulta em um método altamente subjetivo, tornando impossível afirmar com exatidão o preço justo da ação de uma empresa.

Outra limitação relevante é o impacto desmedido que pequenas variações na taxa de desconto produzem sobre o valor presente calculado, implicando na necessidade de intervalos de confiança mais amplos para se aplicar esse método.

4. Análise da Empresa e Indústria

4.1 História

Fundada em 1997 por Reed Hastings e Marc Randolph como uma empresa que apenas atuava na locação de DVDs via correio nos Estados Unidos, a Netflix logo começou a aprimorar o seu modelo de negócios, criando uma plataforma digital no ano seguinte. Em 1999, a empresa lançou um modelo de assinatura, oferecendo o aluguel ilimitado de DVDs para os seus membros em troca de uma pequena assinatura mensal. No ano 2000, a Netflix criou um sistema personalizado para a recomendação de filmes com a avaliação dos membros que a permitia prever as escolhas para todos os seus assinantes. Esse movimento de vanguarda colocou a Netflix à frente da concorrência, diferenciando os negócios da empresa de outros serviços de locação.

A Netflix lançou o seu serviço de *streaming* nos Estados Unidos em 2007, e o tornou internacional em 2010, começando pelo Canadá. A prestação de serviços de *streaming* foi uma inovação disruptiva, que permitiu aos seus consumidores assistirem séries e filmes sob demanda. Inicialmente disponível para computadores pessoais, e de 2010 em diante para praticamente todos os dispositivos conectados à internet, na medida em que a Netflix começou a se associar a empresas eletrônicas de consumo para transmitir os seus serviços – como o Xbox, Playstation, dispositivos da Apple e Nintendo Wii. O enorme sucesso da empresa, em âmbito nacional e internacional, fez com que fosse economicamente viável investir em conteúdo original. Em 2013, a Netflix lançou a sua primeira série original – o drama político *House of Cards* –, o que representou o primeiro grande passo em direção ao sucesso da sua atual estratégia de negócios. Durante os anos subsequentes, a empresa continuou a expandir internacionalmente. Atualmente, a empresa está presente em quase todos os países do mundo, exceto a China – onde continua a explorar alternativas para a prestação de serviços. A Netflix também não está disponível na Síria, Coreia do Norte e Crimeia, devido a restrições impostas pelo governo americano.

4.2 Modelo de negócios e estratégia

Os negócios da Netflix são divididos em três segmentos: (i) *streaming* doméstico; (ii) *streaming* internacional; e (iii) serviço doméstico de aluguel de DVDs – todos mediante assinatura com pagamento de taxas mensais.

O segmento de DVDs é completamente separado do negócio de *streaming*, e possui o seu próprio website, equipe de gestão e sede. No serviço de DVDs, os assinantes podem alugar DVDs e Blu-Rays online, escolhendo entre as duas opções de plano – Standard (por US\$ 7,99) ou Premier (por US\$ 11,99) – e recebendo-os em casa (o serviço está disponível apenas nos Estados Unidos).

Já em relação ao segmento de *streaming*, os assinantes têm três opções de plano para acessar conteúdo ilimitado. Os pacotes são iguais em todos os mercados em que a Netflix está disponível, embora os preços variem, sendo recentemente de US\$ 8,99 a US\$ 15,99 nos Estados Unidos e cerca de US\$ 4 a US\$ 20 (equivalente em dólares americanos) fora dos Estados Unidos. O pacote padrão é o mais escolhido por novos membros e, desde o lançamento, o seu preço aumentou 63% - de US\$ 7,99 para US\$ 12,99.

Quando a Netflix lançou o seu serviço de *streaming* em 2007, esse segmento consistia apenas de conteúdo licenciado. O acordo de licenciamento consiste em um contrato que vincula juridicamente os proprietários do conteúdo e a Netflix, sendo estabelecido sob condições específicas. Os acordos de licenciamento podem estabelecer direitos não-exclusivos, sendo mais baratos de adquirir, mas estando disponíveis em plataformas concorrentes; ou direitos exclusivos, estando disponíveis por meio de uma única plataforma de *streaming*, por um período determinado ou em caráter perpétuo. A Netflix geralmente apresenta propostas para obter acesso exclusivo aos direitos de assinatura de vídeo sob demanda (SVOD).

No entanto, desde que a concorrência começou a saturar o mercado, os proprietários de conteúdo tornaram-se mais rigorosos com os lances e começaram a aumentar os preços das licenças. Além disso, o aumento nos preços de licenciamento também se explica pelo fato de as empresas de produção, como os tradicionais estúdios de Hollywood, estarem criando as suas próprias plataformas de *streaming*. A tendência tende a afastar esses fornecedores,

retirando o conteúdo licenciado de terceiros da plataforma Netflix, o que acaba impactando a empresa. Tendo isso em mente, assim como os custos de licenciamento e o fato de que esses ativos são rapidamente amortizados, a Netflix reconheceu a importância de ter o seu próprio conteúdo exclusivo para se destacar no mercado. Portanto, quando a empresa alcançou uma escala que a permitia criar conteúdo original, ela começou a mudar a estratégia de negócios para as produções próprias. Desde 2015, o percentual de conteúdo original produzido pela empresa está aumentando, passando de 5% para 40% do catálogo.

Em 2019, a empresa gastou cerca de US\$ 15 bilhões em conteúdo original. Visivelmente, a estratégia de privilegiar a produção original gera consequências diretas na necessidade de capital da companhia, que aumenta na medida em que os custos de produção são financiados antes da conclusão e do lançamento na plataforma.

O segmento de *streaming* doméstico da Netflix representou 47% da receita da empresa em 2019, reduzindo a sua importância relativa à medida em que a Netflix expande globalmente e o segmento internacional se consolida como a maior fonte de receita da empresa. Em 2019, o segmento internacional contribuiu para 52% da receita total no mesmo período. O único segmento cuja receita vem diminuindo é o de aluguel de DVDs domésticos, tanto em termos absolutos quanto relativos, representando menos de 1,5% da receita consolidada do negócio em 2019.

4.3 Análise da indústria

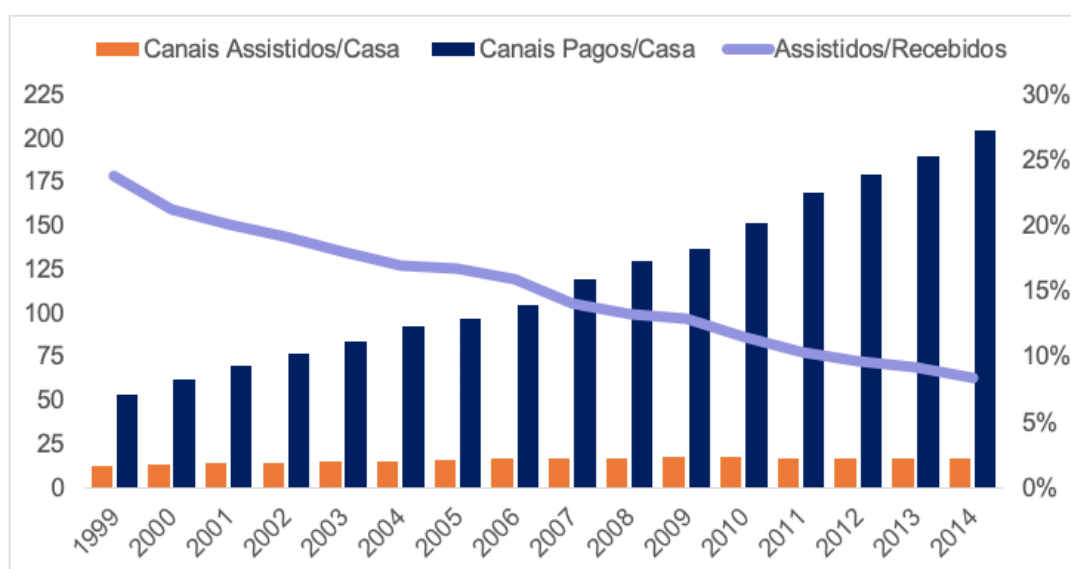
A alta lucratividade da televisão americana foi a principal força motriz por trás do surgimento dos principais conglomerados de entretenimento do mundo. Por décadas, a TV era um serviço gratuito. O modelo de negócio inicial das redes de televisão, como ABC e CBS, era distribuir seu conteúdo de graça e monetizar o serviço através de comerciais. Consumidores, entretanto, ficavam limitados aos sinais das estações que ficavam mais próximas de suas antenas. A partir da década de 80, a transmissão de televisão via cabos coaxiais – e, em menor grau, via satélite, a partir da década de 90 – possibilitou o lançamento de inúmeros canais, oferecendo uma enorme variedade de opções de entretenimento em troca de uma assinatura mensal.

Nascia, portanto, o *bundle*, como ficou conhecido o pacote de canais que todo consumidor agora era praticamente compelido a comprar. A lógica econômica era robusta: se consumidores possuem gostos diversos, um pacote único que atende às preferências da maioria beneficia tanto consumidores quanto canais de TV (DIXON, 2012).

O crescimento foi explosivo. Em 1980, 20% das famílias americanas possuíam uma conta de TV por assinatura. Em 1990, a penetração já atingia 60% e, em 2010, nove em cada dez famílias pagavam por uma assinatura de televisão. A partir da década de 90, um amplo processo de flexibilização regulatória resultou em um setor cada vez mais consolidado, o que gerou crescente poder de barganha para as principais redes de TV junto às operadoras. O resultado foi um crescimento vertiginoso da quantidade de canais e um aumento exponencial do custo para consumidores. De 1980 até hoje, a conta média de TV a cabo nos Estados Unidos cresceu de cerca de US\$ 15 para mais de US\$ 100 – taxa de crescimento substancialmente maior do que a inflação.

Em 1999, o assinante de TV a cabo médio pagava por 50 canais (e assistia a 13). Quinze anos depois, o assinante médio – que agora assistia a 18 canais – já financiava mais de 200 (Figura 1).

Figura 1 – Número de Canais Assistidos vs. Pagos, EUA (1999-2014)

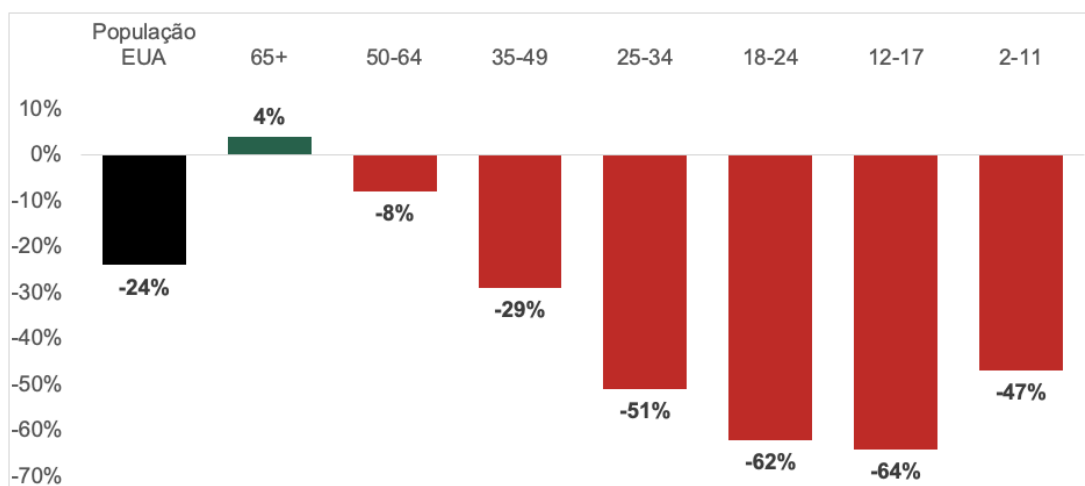


Fonte: Nielsen e MediaREDEF

Essa assimetria foi possibilitada pelo controle que as redes de TV detiveram sobre a distribuição de conteúdo ao longo das últimas décadas. Como em várias indústrias, o crescimento da internet, ao possibilitar uma redução sem precedentes no custo de distribuição de conteúdo em escala global, subverteu essa vantagem competitiva, pavimentando o caminho para a disrupção dos modelos de distribuição incumbentes.

As mudanças de hábito do consumidor americano corroboram essa hipótese: um assinante de TV por assinatura gastou, em média, 24% menos tempo assistindo televisão em 2019 do que em 2010. Entre consumidores de faixa etária entre 11 e 34 anos, o declínio já ultrapassa os 50% (Figura 2).

Figura 2 – Mudança em Horas Assistindo TV por Idade, EUA (2010-2019)



Fonte: Nielsen e MediaREDEF

Sob a liderança da Netflix, o modelo de distribuição de conteúdo online está substituindo a televisão linear – uma tendência que provavelmente se provará duradoura, por diversos motivos: a internet está presente globalmente, tornando-se mais rápida e confiável, enquanto a proliferação de dispositivos de consumo (televisões digitais, celulares, tablets etc.) está aumentando. Além disso, a proposta de valor ofertada ao consumidor é superior: conteúdo mais diverso, entregue sob demanda em qualquer dispositivo, sem comerciais e a uma fração do custo. Assim, não se espera apenas uma expansão da base de assinantes, mas também um aumento contínuo no tempo gasto assistindo a plataformas de *streaming* de vídeo.

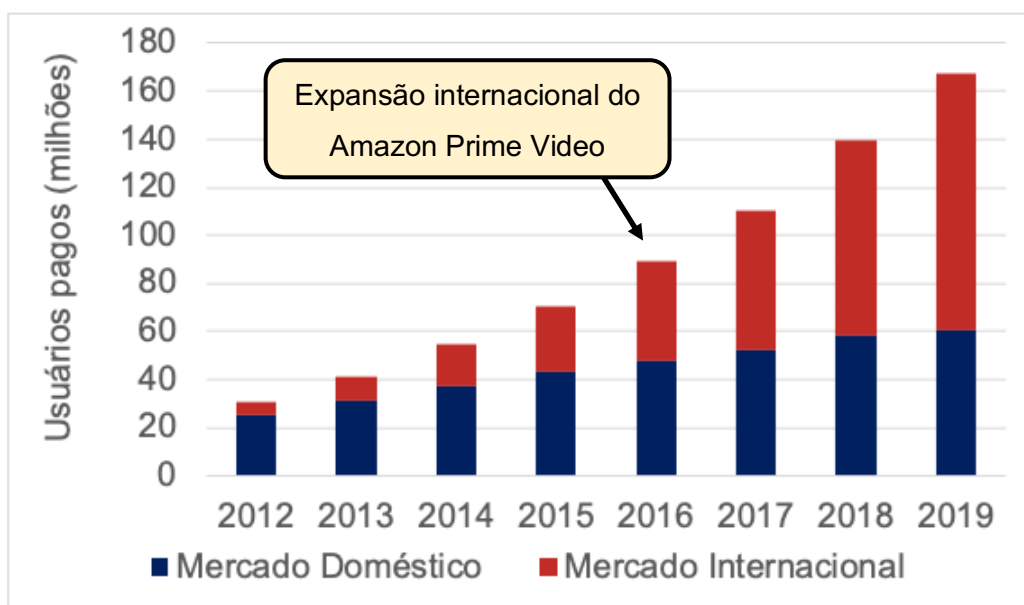
Em 2010, 88% das famílias americanas possuíam assinatura de TV. Ao final de 2019, a penetração já havia caído para 68%. O ritmo do declínio de assinantes continua acelerando: nos últimos três anos, a base de usuários declinou 3%, 4% e 7%, respectivamente.

4.4 Concorrência

A Netflix lançou seu serviço de *streaming* em 2007, iniciando sua expansão internacional em 2010. A partir de 2016, o serviço de *streaming* da Amazon, o Prime Video, faz seu lançamento internacional, interrompendo um período onde a empresa esteve virtualmente livre de competição. No último ano, ainda, diversas companhias anunciaram planos para lançar plataformas digitais de conteúdo, como a Disney (Disney+), Apple (Apple TV+) e AT&T (HBO Max).

A trajetória de crescimento de usuários da Netflix sugere um impacto competitivo extremamente limitado após o lançamento do Prime Video, seu principal competidor até hoje (Figura 3):

Figura 3 – Netflix: Base de Usuários Pagos (2012-2019)



Fonte: Netflix

Uma análise mais detalhada das empresas que vêm lançando novas plataformas de *streaming* aponta para relevantes diferenças de objetivo estratégico. Ao contrário da Netflix, que tem como único objetivo se tornar o

principal serviço de entretenimento para o maior número de pessoas no mundo, a distribuição de conteúdo digital para empresas como Amazon, Apple e Disney cumpre função adjacente ao objetivo estratégico principal. No caso da Amazon, a venda de assinaturas para a sua plataforma de *e-commerce*; no caso da Disney, o fomento de um ecossistema muito mais amplo de monetização, que inclui parques de diversão, cruzeiros e produtos de consumo; no caso da Apple, o objetivo maior é adicionar valor ao extenso pacote de serviços da empresa, que inclui armazenamento na nuvem (iCloud), jogos (Apple Arcade), notícias (Apple News), suporte e garantia (Apple Care) e música (Apple Music).

Corroborando essa divergência estratégica, a Netflix publicamente define seu grupo de competidores de forma mais ampla, abrangendo essencialmente qualquer alternativa de entretenimento – televisão tradicional, plataformas de conteúdo digitais como o YouTube, redes sociais como Facebook ou Instagram, DVDs e Blu-rays, *sites*, videogames, revistas etc. Em uma famosa postagem no Twitter, em 2017, a empresa afirmou, inclusive, que seu principal inimigo é o sono.

Até então, o principal efeito do surgimento de novas plataformas de *streaming* tem sido a aceleração do declínio de usuários de TV por assinatura. Como o serviço de maior escala, que reúne a maior e mais diversa biblioteca de conteúdo no mundo e atende à maior parte das preferências de consumidores, a Netflix tende a ser a principal beneficiária dessa tendência.

4.5 Vantagens competitivas

Proposta de valor superior – Nos Estados Unidos, o assinante de TV médio assiste a cerca de 4 horas de conteúdo por dia (BALL, 2020) e paga mais de US\$ 100 por mês para a operadora (PRESSMAN, 2016), o que representa US\$ 0,83 por cada hora assistida. Por outro lado, um usuário da Netflix assiste, em média, 2 horas de conteúdo por dia (CLARK, 2019) e paga cerca de US\$ 13 por mês pelo serviço, o que equivale a um custo por hora de US\$ 0,22. Em outras palavras, a Netflix cobra 70% a menos por hora assistida.

No Brasil, o assinante médio assiste a 3 horas e 24 minutos de TV por dia (JATOBÁ, 2019). A Claro/NET, maior operadora do país, possui planos de R\$ 79,99 (50 canais), R\$ 109,99 (110 canais) e R\$ 149,99 por mês (140 canais). Se considerarmos o plano padrão da Netflix (R\$ 32,90) e as mesmas 2 horas por dia

por usuário médio, chegamos a uma economia de custo por hora assistida de 30% na comparação com o plano mais básico, 49% com o plano intermediário e 63% com o plano mais caro.

Independentemente do país, cada hora de televisão significa de 12 a 20 minutos de propaganda (ESOMBA, 2012). Sem comerciais, 2 horas de Netflix poupam entre 24 a 40 minutos de propaganda por dia. Isso significa que, na média, um usuário da Netflix deixa de assistir a 200 horas de comerciais por ano, equivalente a mais de 8 dias inteiros.

Custo de conteúdo por usuário inferior ao de concorrentes – Vantagens de escala tendem a ser o principal determinante de sucesso em modelos de negócio caracterizados por estruturas de custos primordialmente fixas. Com quase 200 milhões de usuários, cada dólar que a Netflix investe em conteúdo é amortizado sobre a maior base de assinantes da indústria.

Essa dinâmica, somada à competência cada vez mais relevante de origem de conteúdo local (a uma fração do custo das produções hollywoodianas), garante à companhia o menor custo de conteúdo por usuário da indústria. Isso, em troca, coloca a Netflix na confortável posição de poder gastar mais do que seus competidores e ao mesmo tempo produzir um retorno mais alto.

Ciclos virtuosos de crescimento – A empresa conta, ainda, com importantes ciclos virtuosos impulsionando seu crescimento. A receita de assinatura gerada financia o investimento em conteúdo, que atrai novos usuários ao mesmo tempo em que aumenta a satisfação dos usuários existentes, numa dinâmica que se retroalimenta. Ted Sarandos, chefe de conteúdo da empresa, resume a dinâmica: *“Mais conteúdo, mais audiência. Mais audiência, mais usuários. Mais usuários, mais receita. Mais receita, mais conteúdo...”*

Ao mesmo tempo, o crescimento da base de usuários torna a plataforma um destino mais atraente para produtores de conteúdo, que percebem que a Netflix oferece a possibilidade de reunir uma audiência global em magnitude inigualável.

Existem diversos exemplos de fracassos de audiência que, uma vez lançados na Netflix, se converteram em grandes sucessos de público. Um caso simbólico é o do *thriller* psicológico *You*. A série, produzida pelo canal *Lifetime*, não ultrapassou uma média diária de 700 mil espectadores, sendo cancelada depois da primeira temporada. A empresa comprou os direitos e rapidamente a lançou na plataforma. A série foi um sucesso imediato, alcançando mais de 40 milhões de espectadores em menos de quatro semanas.

Essa vantagem de escala ainda traz outros benefícios. A probabilidade de lançar um sucesso viral na plataforma é substancialmente maior, o que contribui para acelerar o crescimento da base de usuários sem a necessidade de despesas adicionais de marketing, reduzindo o custo de aquisição de assinantes marginais.

Tecnologia – A companhia desenvolveu um arsenal de tecnologias voltadas para garantir a melhor experiência de usuário possível. Isso inclui (i) algoritmos proprietários de recomendação (que dividem a biblioteca em quase 80.000 subcategorias e utilizam tecnologia de *machine learning* para oferecer recomendações personalizadas para cada perfil de usuário); (ii) algoritmos proprietários de compressão de vídeo (o sistema vigente, chamado *Dynamic Optimizer*, não apenas otimiza a qualidade da transmissão para a velocidade da conexão, mas modula a compressão cena-a-cena para minimizar o *buffering*); (iii) testes A/B que dinamicamente testam novas artes de capa para cada conteúdo, para maximizar a conversão; (iv) diversas funções desenhadas para retirar o máximo de atrito da experiência de usuário (lembrando onde um usuário parou num título já assistido, permitindo pular a introdução ou créditos, iniciando o próximo episódio automaticamente, trailers verticais para usuários de celular etc.); e (v) novos formatos de consumo, como o lançamento de conteúdo interativo que permite que o espectador influencie o rumo da narrativa.

Uma plataforma global de criação de conteúdo – A capacidade de produção de conteúdo local em escala é outro aspecto chave da vantagem competitiva da companhia. Ao longo dos últimos anos, a empresa desenvolveu uma rede capilar de criação de conteúdo ao redor do mundo, onde a empresa consegue gerar sucessos de audiência globais a um custo por hora dramaticamente inferior às produções americanas.

Exemplos incluem séries como *O Mecanismo* (Brasil), *La Casa de Papel* (Espanha), *Peaky Blinders* (Inglaterra), *Fauda* (Israel), *Kingdom* (Coreia do Sul), *Dark* (Alemanha), *Sacred Games* (Índia), entre outros.

Às vezes, como no caso da série *Narcos*, é até difícil determinar o país de origem: a série foi criada por um americano, filmada na Colômbia, o ator principal é brasileiro, o diálogo é em espanhol e é um sucesso absoluto na Alemanha. A Netflix é a única companhia do setor inteiramente focada em desenvolver essas competências em escala global.

5. Apresentação e Análise dos Resultados

5.1 Principais componentes da receita

Conforme mencionado, a empresa atua em três segmentos: *streaming* doméstico e internacional e DVD doméstico, e as receitas derivam principalmente de assinaturas mensais pagas pelos assinantes. Para obter uma estimativa mais precisa e um melhor entendimento, as receitas foram decompostas e previstas com base no produto entre (i) a receita média mensal por assinante pago (ARPU, ou *Average Revenue per User*); e (ii) o número de assinantes pagos em cada segmento, calculados em função do tamanho de mercado da Netflix e da taxa de penetração em cada mercado.

5.1.1 Preço médio por usuário

A companhia oferece três planos para usuários de *streaming*, com preços que variam de acordo com cada mercado. O plano básico permite uma transmissão simultânea em qualidade SD (480p); o plano padrão permite até duas transmissões simultâneas em qualidade HD (720p); e o plano premium permite até quatro transmissões simultâneas em qualidade HD ou Ultra HD (4K), quando disponível. O crescimento da receita mensal média consolidada é afetado por três efeitos: o aumento gradual de preços em cada mercado, mudanças de *mix* entre planos e mudanças de *mix* entre mercados.

Apesar de ter implementado aumentos de preço contínuos em todos seus mercados de atuação, a receita em algumas regiões foi mais adversamente afetada pela forte desvalorização cambial que algumas regiões demonstraram nos últimos anos, em especial a América Latina. Mesmo com esses efeitos – mais acentuados do que a média histórica – a receita mensal consolidada cresceu a CAGR de 8,0% entre 2016-2019, conforme demonstrado na Figura 4.

Figura 4 – Receita Mensal Média por Região (2016-2019)

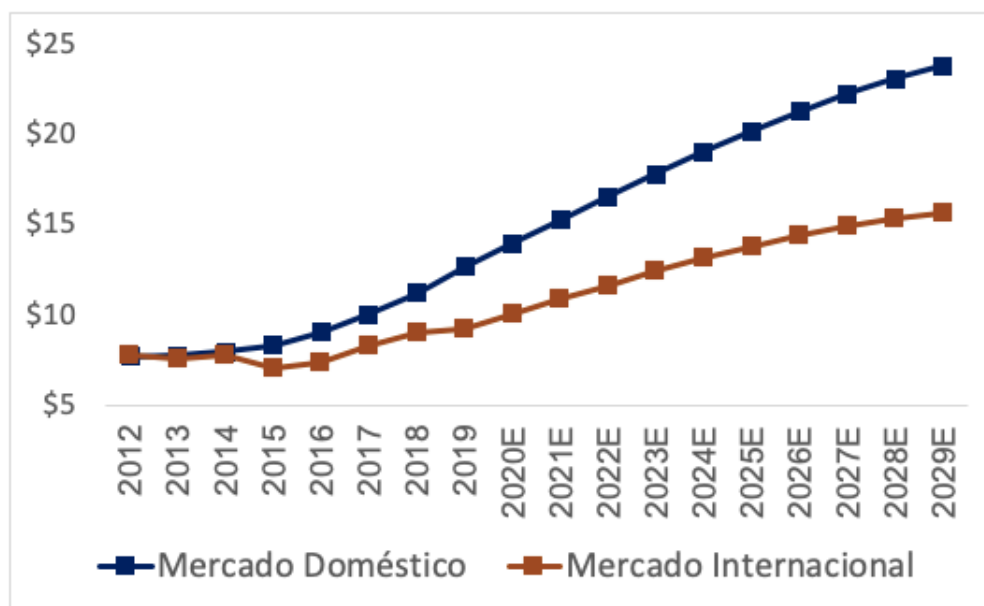
NETFLIX	2016	2017	2018	2019
Receita Mensal por Assinante	8,60	9,43	10,31	10,82
Crescimento (US\$)	5,8%	9,7%	9,3%	4,9%
Impacto Cambial		0,2%	-0,5%	-3,7%
EUA e Canada	8,98	9,97	11,16	12,57
Crescimento (US\$)		11,0%	11,9%	12,7%
Crescimento (Moeda Local)		11,0%	12,0%	13,0%
Impacto Cambial		0,0%	-0,1%	-0,3%
Europa, Oriente Médio e África	8,57	9,17	10,45	10,33
Crescimento (US\$)		7,0%	14,0%	-1,2%
Crescimento (Moeda Local)		8,0%	9,0%	4,0%
Impacto Cambial		-1,0%	5,0%	-5,2%
América Latina	6,92	8,09	8,19	8,21
Crescimento (US\$)		17,0%	1,2%	0,2%
Crescimento (Moeda Local)		15,0%	13,0%	13,0%
Impacto Cambial		2,0%	-11,8%	-12,8%
Ásia e Pacífico	8,59	9,11	9,33	9,24
Crescimento (US\$)		6,0%	2,5%	-0,9%
Crescimento (Moeda Local)		4,0%	3,0%	3,0%
Impacto Cambial		2,0%	-0,5%	-3,9%

Fonte: Netflix. Autor

Apesar dos constantes aumentos de preço ao longo dos anos, a empresa ainda pratica preços extremamente baixos comparados ao valor do serviço oferecido, priorizando o crescimento de usuários. Até agora, a trajetória de crescimento da base de assinantes sugere que os consumidores estão dispostos a pagar preços substancialmente mais altos pelo serviço.

A combinação de relevantes vantagens competitivas, somada ao superior (e crescente) valor do serviço, suporta a continuação de uma trajetória de elevações pontuais de preços. Ainda, conforme a empresa se consolida como o serviço dominante de *streaming* no mundo, a importância de uma precificação exageradamente baixa ficará cada vez menor. A projeção de receita mensal média por assinante está contida na Figura 5.

Figura 5 – Receita Mensal Média Projetada (2012-2029)



Fonte: Netflix, Autor

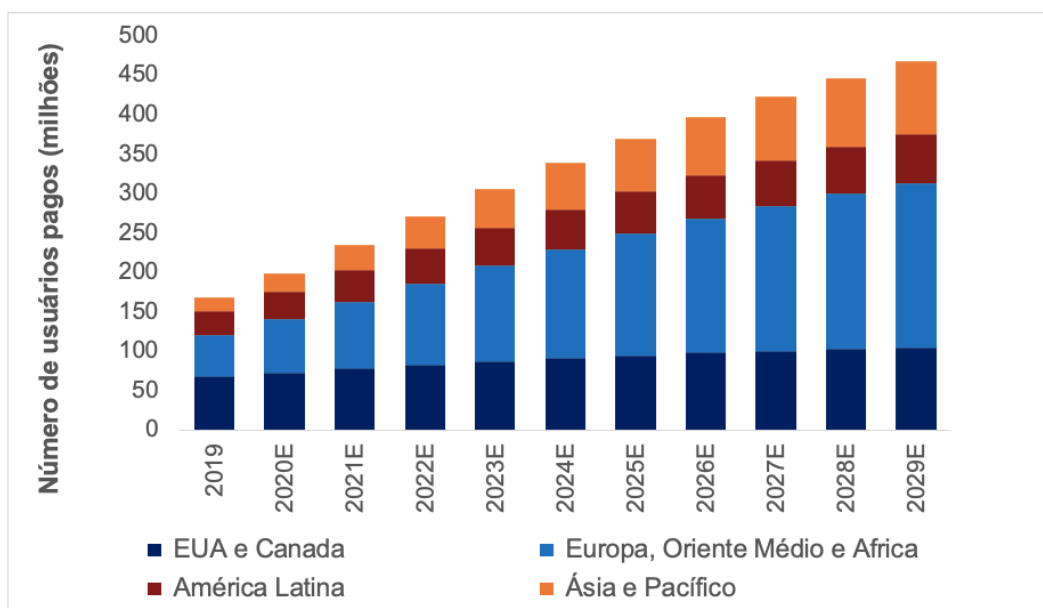
5.1.2 Base de usuários

O crescimento da base de usuários foi estimado utilizando premissas de penetração a partir do mercado global de assinantes de Internet banda larga (BANCO MUNDIAL, 2019).

A taxa de penetração foi estimada considerando (i) o estágio de maturidade em cada mercado; (ii) a trajetória recente de penetração; (iii) a atratividade relativa de alternativas de entretenimento; e (iv) as diferenças de renda disponível entre cada geografia. A consolidação dos dados históricos, bem como a projeção futura de penetração por mercado (agrupados de acordo com a segmentação geográfica adotada pela empresa), está contida no Apêndice (ANEXO 1).

A Figura 6 ilustra o crescimento projetado para a base de usuários da companhia, seguindo a segmentação geográfica adotada pela empresa.

Figura 6 – Projeção da Base de Usuários Pagos (2019-2029E)



Fonte: Netflix, Autor

5.2 Modelo Financeiro

Para possibilitar a estimativa do valor justo através do método do fluxo de caixa descontado, foi necessária a construção de um modelo financeiro completo, projetando todas as linhas relevantes dos dados operacionais, resultado contábil, balanço e fluxo de caixa.

Uma versão resumida desse modelo financeiro encontra-se no Apêndice, no ANEXO 2.

5.3 Custo de capital

Como ilustrado no referencial teórico, para calcular o preço justo das ações da empresa utilizando o Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa (FCFF), é preciso estimar o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), cuja fórmula já foi apresentada neste trabalho.

Primeiro, como argumenta DAMODARAN (1999), é necessário estimar o custo do capital próprio (K_E). Para esse fim, utilizou-se o modelo CAPM (BODIE,

2010), que decompõe o custo do capital próprio em três componentes: (i) a taxa livre de risco (R_F); (ii) o beta alavancado da empresa (β_L), considerando a relação dívida / patrimônio líquido (D/E); e (iii) o prêmio de risco exigido pelo investidor (MRP), que é a diferença entre a taxa de mercado (R_m) e a livre de risco (R_f).

Para estimar a taxa livre de risco, utilizou-se a taxa de juros do título de dívida de dez anos do Tesouro dos Estados Unidos. O cálculo do beta alavancado foi realizado na plataforma de inteligência de mercado S&P Capital IQ, compreendendo um período de cinco anos, calculado em bases mensais. O prêmio de risco apropriado foi estimado com base no relatório mais recente da consultoria KPMG, intitulado “Equity Market Risk Premium 2020” (KPMG, 2020).

O cálculo do custo da dívida (K_D) foi realizado subtraindo a taxa de perda em caso de *default*, ponderada pela probabilidade do evento, do custo médio da dívida da empresa (DAMODARAN, 1999) após o benefício fiscal da despesa financeira.

Os componentes utilizados para calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) estão descritos na Figura 7.

Figura 7 – Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Custo de Capital (WACC)			
Custo do Capital Próprio (K_E)		Premissas	
R_F - Taxa Livre de Risco (EUA)	0,90%	Taxa de juros do título americano de 10 Anos (ref:	
β_L - Beta alavancado	0,96	Beta alavancado dos últimos 5 anos, calculado mensalmente	
D/E - Dívida / Patrimônio Líquido	8,89%	Dívida líquida / patrimônio líquido	
MRP - Prêmio de Risco	6,75%	Prêmio de risco de acordo com relatório de mercado da	
K_E - Custo do Capital Próprio	7,38%		
Custo da Dívida (K_D)		Premissas	
Custo Médio da Dívida	4,88%	Custo médio ponderado da dívida da empresa (ref:	
Perda em Caso de Default	46,15%	Perda estimada em caso de default (estimada pela Moody's)	
Probabilidade de Default	1,84%	Probabilidade anualizada de <i>default</i> referente a nota de	
Alíquota de Imposto	21,00%	Alíquota estatutária nos Estados Unidos	
K_D - Custo da Dívida	4,21%		
$D/(D+E)$ - Endividamento	8,16%	Relação dívida / capital total	
WACC - Custo Ponderado do Capital		7,12%	

Fonte: Bloomberg / Capital IQ / Moody's / KPMG

Com as premissas empregadas, chegamos a um custo do capital próprio (K_E) de 7,38%, um custo da dívida (K_D) de 4,21% e um Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) de 7,12%.

5.4 Valor justo da empresa

Trazendo os valores encontrados no fluxo de caixa até 2029 e o valor terminal para o valor presente, chegamos ao valor justo da empresa. Para isso, é necessário descontar cada um dos fluxos de caixa pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) estimado.

Uma vez realizado esse cálculo, chegamos ao valor justo da firma, sem incluir o pagamento da dívida. Portanto, para chegar ao valor justo do *equity*, é preciso descontar do total o valor atual do endividamento bruto, subtraído do valor do caixa e disponibilidades da empresa. Esses valores foram extraídos dos demonstrativos financeiros mais recentes da empresa, divulgados no dia 21 de abril de 2020.

Para chegarmos ao valor intrínseco da ação, basta dividir o valor justo do *equity* pelo número de ações da empresa em circulação.

De acordo com as premissas apresentadas, encontramos o valor justo de US\$ 660,45 para as ações da Netflix. O último preço de negociação, registrado no dia 5 de junho de 2020, foi de US\$ 419,60 – o que representa um potencial de valorização de aproximadamente 57%, conforme demonstrado na Figura 8.

Figura 8 – Estimativa do Valor Justo via Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa Descontado (US\$ 1.000)	
Soma dos Fluxos de Caixa Descontados	309.481.221
(-) Dívida Líquida	(11.113.620)
Valor Justo	298.367.601
WACC	7,12%
Quantidade de Ações (milhares)	451.765
Preço-Alvo (US\$)	660,45
Preço da Ação (US\$)	419,60
Upside	57,40%

Fonte: Netflix, Autor

6. Conclusões

A Netflix criou um modelo de negócios superior para produzir e distribuir séries e filmes em escala global. Hoje, a realidade financeira do negócio é fruto de uma decisão consciente de investir enfaticamente para posicionar o negócio para a próxima década. O tamanho da oportunidade de mercado e a probabilidade de a companhia abocanhar uma fatia desproporcional desse mercado justificam esse ímpeto.

Apesar da crescente narrativa de competição, os concorrentes mais relevantes que a empresa encara hoje são centenas de operadoras de TV locais espalhadas pelo mundo, um modelo de negócio inferior que provê uma experiência de consumo pior a um custo mais alto. Tais modelos serão gradualmente substituídos pelo modelo de *streaming*, sob a liderança da Netflix.

Num estágio de maturidade, a alavancagem operacional inerente ao modelo de negócio deve prevalecer. Afinal, produzir um filme para dez ou dez milhões de pessoas custa, essencialmente, o mesmo. Ao longo da próxima década, o tamanho do catálogo crescerá a taxas menores, uma vez que não se justifica a necessidade de crescimento de volume a taxas semelhantes às do passado recente. Conforme o conteúdo licenciado perde espaço para produções próprias, o catálogo também vai se tornando mais duradouro, o que contribui para um crescimento marginal mais moderado dessa despesa ao longo do tempo.

Quando essa dinâmica, referente ao principal componente de custo do negócio, é associada ao enorme potencial de crescimento de receita para os próximos anos, o efeito esperado é de uma aceleração muito significativa da geração de caixa ao longo da próxima década.

A quarentena generalizada provocada pela recente crise do novo coronavírus tem se provado bastante benéfica para a empresa, que reportou, no último trimestre, a maior adição de usuários da sua história. Além disso, os últimos meses foram caracterizados pela aceleração do declínio do ecossistema de

televisão linear e um expressivo crescimento de utilização da plataforma da Netflix – superior a 100% frente ao último ano – o que tende a beneficiar o preço médio da assinatura através de migrações para planos com maior capacidade de transmissões simultâneas. Ainda, muitos competidores e produtores de conteúdo que, ao contrário da empresa, possuem diversos segmentos de natureza física afetados pela crise, estão em situação financeira mais preocupante, o que deve reduzir o investimento em seus serviços de *streaming* e aumentar o poder de barganha da Netflix para adquirir conteúdo licenciado a preços deprimidos.

O desafio de atribuir valor justo para empresas é sempre um exercício voltado para o futuro. Poucos investidores discordam da definição de que o valor justo de um negócio é a soma, a valor presente, de todo o caixa que será gerado para o acionista entre a data da compra e o final dos tempos (BUFFETT, 2001).

No caso da Netflix, os dados financeiros atuais oferecem pouca informação sobre o futuro. Esse não é o caso, por exemplo, de negócios que se encontram em estágios mais maduros em seu ciclo de vida. É justamente essa dinâmica que torna o exercício de *valuation* dessa empresa especialmente interessante.

7. Referências Bibliográficas

BALL, Matthew. The End of Pay-TV. **MatthewBall.vc**, 2020. Disponível em <<https://www.matthewball.vc/all/endofpaytv>> Acesso em: 22/05/2020

BANCO MUNDIAL. Fixed Broadband Subscriptions by Country. **World Bank Data Bank**, 2019. Disponível em <<https://data.worldbank.org/indicator/IT.NET.BBND>> Acesso em: 25/05/2020

BEGUM, Fateha. Global Digital Pay TV Subscriptions Exceeded One Billion in 2017, IHS Markit Says. **IHS Markit**, 2018. Disponível em: <<https://technology.ihs.com/601159/global-digital-pay-tv-subscriptions-exceeded-one-billion-in-2017-ihs-markit-says>> Acesso em: 13/05/2020

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. **Investimentos**. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2010

BUFFETT, Warren E. Speech at the University of Georgia. **Nasdaq**, 2013. Disponível em <<https://www.nasdaq.com/articles/warren-buffett-speech-university-georgia-students-part-1-archive-2001-2013-04-21>> Acesso em 05/06/2020

CLARK, Travis. Netflix says its subscribers watch an average of 2 hours a day — here's how that compares with TV viewing. **Business Insider**, 2019. Disponível em <<https://www.businessinsider.com/netflix-viewing-compared-to-average-tv-viewing-nielsen-chart-2019-3>> Acesso em: 22/05/2020

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a avaliação de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999

DIXON, Chris. How Bundling Benefits Sellers and Buyers. **Cdixon**, 2012. Disponível em <<https://cdixon.org/2012/07/08/how-bundling-benefits-sellers-and-buyers>> Acesso em: 15/05/2020

ESOMBA, Steve. **Advertising and spread of business, knowledge and democracy**. Hamburgo: Lulu, 2012.

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002.

GIL, Antonio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2008.

JATOBÁ, Matheus. Mercado de TV por assinatura perde clientes para as plataformas de streaming. **Folha de Pernambuco**, 2019. Disponível em <<https://folhape.com.br/economia/economia/economia/2019/08/04/NWS,112393,10,550,ECONOMIA,2373-MERCADO-POR-ASSINATURA-PERDE-CLIENTES-PARA-PLATAFORMAS-STREAMING.aspx>> Acesso em: 24/05/2020

KPMG. Equity Market Risk Premium – Research Summary. **KPMG Nederland**, 2020. Disponível em <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2020/services/equity-market-risk-premium-research-summary-march-2020.pdf>> Acesso em: 29/05/2020

MCDONALD, Andrew. Global TV and Video Service Revenue to Reach US\$559Bn in 2022. **Digital TV Europe**, 2018. Disponível em <<https://www.digitaltveurope.com/2018/08/15/global-tv-and-video-service-revenue-to-reach-us559bn-in-2022/>> Acesso em: 17/05/2020

PRESSMAN, Aaron. The Average Cable TV Bill Has Hit a New All-Time Record. **Fortune**, 2016. Disponível em: <<https://fortune.com/2016/09/23/average-cable-tv-bill/>> Acesso em: 22/05/2020

TITMAN, Sheridan; MARTIN, John D. **Avaliação de projetos e investimentos: valuation**. Porto Alegre: Bookman, 2010

8. Apêndice

Anexo 1 – Premissas de Penetração e Base de Usuários

NETFLIX	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Assinantes de Internet Banda Larga	467,3	493,6	519,3	557,4	587,4	628,4	653,8
% YoY		5,6%	5,2%	7,3%	5,4%	7,0%	4,0%
EUA e Canada (UCAN)	104,20	108,13	110,38	115,33	119,1	124,4	130,8
% YoY		3,8%	2,1%	4,5%	3,3%	4,5%	5,1%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)	210,7	223,6	235,4	254,8	267,4	290,4	300,2
% YoY		6,1%	5,3%	8,2%	4,9%	8,6%	3,4%
América Latina (LATAM)	51,8	56,7	61,7	67,1	71,4	76,7	79,2
% YoY		9,5%	8,7%	8,9%	6,4%	7,4%	3,2%
Ásia e Pacífico (APAC)	100,58	105,15	111,83	120,15	129,4	136,8	143,6
% YoY		4,5%	6,4%	7,4%	7,7%	5,7%	5,0%
Penetração	6%	8%	10%	13%	15%	18%	21%
% YoY		29,2%	25,0%	21,1%	19,4%	16,1%	21,0%
EUA e Canada (UCAN)					45%	47%	50%
% YoY						5,0%	5,5%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)					7%	9%	13%
% YoY						36,9%	40,7%
América Latina (LATAM)					20%	26%	33%
% YoY						28,8%	28,2%
Ásia e Pacífico (APAC)					3%	5%	7%
% YoY						50,0%	55,5%
Usuários Pagos	30,36	41,4	54,5	70,8	89,1	110,6	139,3
% YoY		36,5%	31,5%	30,0%	25,8%	24,2%	25,9%
Adições de Novos Usuários						21,6	28,6
EUA e Canada (UCAN)					53,2	58,4	64,8
% YoY						9,7%	10,8%
Adições de Novos Usuários						5,2	6,3
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)					17,5	26,0	37,8
% YoY						48,6%	45,4%
Adições de Novos Usuários						8,5	11,8
América Latina (LATAM)					14,3	19,7	26,1
% YoY						38,4%	32,3%
Adições de Novos Usuários						5,5	6,4
Ásia e Pacífico (APAC)					4,1	6,5	10,6
% YoY						58,6%	63,2%
Adições de Novos Usuários						2,4	4,1

Anexo 1 – Premissas de Penetração e Base de Usuários (cont.)

NETFLIX	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Assinantes de Internet Banda Larga	680,0	691,3	715,9	739,9	763,1	785,5
% YoY	4,0%	1,7%	3,6%	3,3%	3,1%	2,9%
EUA e Canada (UCAN)	135,7	138,5	142,6	146,2	149,4	152,2
% YoY	3,8%	2,0%	3,0%	2,6%	2,2%	1,8%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)	310,4	315,1	324,5	333,8	342,8	351,6
% YoY	3,4%	1,5%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%
América Latina (LATAM)	81,7	82,5	85,8	89,1	92,4	95,7
% YoY	3,2%	1,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%
Ásia e Pacífico (APAC)	152,2	155,3	163,0	170,8	178,5	186,1
% YoY	6,0%	2,0%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%
Penetração	25%	29%	33%	37%	40%	43%
% YoY	15,3%	16,8%	14,0%	11,6%	9,5%	7,6%
EUA e Canada (UCAN)	50%	52%	55%	57%	58%	60%
% YoY	0,7%	5,0%	4,3%	3,6%	3,1%	2,6%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)	17%	21%	26%	31%	35%	39%
% YoY	32,4%	28,0%	22,4%	17,9%	14,3%	11,5%
América Latina (LATAM)	38%	43%	47%	49%	51%	53%
% YoY	16,8%	12,0%	8,4%	5,9%	4,1%	2,9%
Ásia e Pacífico (APAC)	11%	15%	19%	24%	28%	31%
% YoY	44,4%	40,0%	30,0%	22,5%	16,9%	12,7%
Usuários Pagos	167,1	198,5	234,3	270,2	305,0	338,0
% YoY	20,0%	18,8%	18,1%	15,3%	12,9%	10,8%
Adições de Novos Usuários	27,8	31,4	35,9	35,9	34,8	33,0
EUA e Canada (UCAN)	67,7	72,5	77,8	82,7	87,1	91,0
% YoY	4,5%	7,1%	7,4%	6,3%	5,3%	4,5%
Adições de Novos Usuários	2,9	4,8	5,3	4,9	4,4	3,9
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)	51,8	67,3	84,8	102,9	120,8	138,1
% YoY	36,9%	29,9%	26,1%	21,3%	17,4%	14,3%
Adições de Novos Usuários	14,0	15,5	17,5	18,0	17,9	17,3
América Latina (LATAM)	31,4	35,5	40,1	44,0	47,6	50,7
% YoY	20,5%	13,1%	12,7%	9,9%	8,0%	6,5%
Adições de Novos Usuários	5,3	4,1	4,5	4,0	3,5	3,1
Ásia e Pacífico (APAC)	16,2	23,2	31,6	40,6	49,6	58,3
% YoY	53,0%	42,8%	36,5%	28,3%	22,1%	17,5%
Adições de Novos Usuários	5,6	6,9	8,5	9,0	9,0	8,7

Anexo 1 – Premissas de Penetração e Base de Usuários (cont.)

NETFLIX		2025	2026	2027	2028	2029
Assinantes de Internet Banda Larga		807,4	828,5	849,0	868,8	888,1
% YoY		2,8%	2,6%	2,5%	2,3%	2,2%
EUA e Canada (UCAN)		154,5	156,6	158,4	159,9	161,2
% YoY		1,6%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)		360,2	368,6	376,7	384,6	392,2
% YoY		2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%
América Latina (LATAM)		98,9	102,1	105,3	108,5	111,6
% YoY		3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%
Ásia e Pacífico (APAC)		193,7	201,2	208,6	215,9	223,0
% YoY		4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%
Penetração		46%	48%	50%	51%	53%
% YoY		6,1%	4,9%	3,9%	3,1%	2,5%
EUA e Canada (UCAN)		61%	62%	63%	64%	65%
% YoY		2,2%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)		43%	46%	49%	51%	53%
% YoY		9,2%	7,3%	5,9%	4,7%	3,8%
América Latina (LATAM)		54%	55%	55%	56%	56%
% YoY		2,0%	1,4%	1,0%	0,7%	0,5%
Ásia e Pacífico (APAC)		34%	37%	39%	40%	41%
% YoY		9,5%	7,1%	5,3%	4,0%	3,0%
Usuários Pagos		368,7	397,0	422,7	446,0	467,1
% YoY		9,1%	7,7%	6,5%	5,5%	4,7%
Adições de Novos Usuários		30,7	28,2	25,7	23,3	21,1
EUA e Canada (UCAN)		94,5	97,5	100,2	102,5	104,6
% YoY		3,8%	3,2%	2,8%	2,3%	2,0%
Adições de Novos Usuários		3,5	3,1	2,7	2,3	2,0
Europa, Oriente Médio e África (EMEA)		154,5	169,6	183,6	196,2	207,6
% YoY		11,8%	9,8%	8,2%	6,9%	5,8%
Adições de Novos Usuários		16,4	15,2	13,9	12,6	11,4
América Latina (LATAM)		53,4	56,0	58,3	60,4	62,5
% YoY		5,5%	4,7%	4,2%	3,7%	3,4%
Adições de Novos Usuários		2,8	2,5	2,3	2,2	2,0
Ásia e Pacífico (APAC)		66,4	73,9	80,7	86,8	92,4
% YoY		14,0%	11,3%	9,2%	7,6%	6,4%
Adições de Novos Usuários		8,1	7,5	6,8	6,2	5,6

Anexo 2 – Modelo Financeiro Consolidado

NETFLIX	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	20.156	25.016	31.463	38.722	46.392	54.297
% YoY	28%	24%	26%	23%	20%	17%
Custos das Vendas	-12.440	-14.154	-15.747	-17.183	-18.442	-19.510
% YoY	25%	15%	12%	10%	8%	6%
Amortização de Conteúdo	(9.216)	(10.553)	(11.817)	(12.979)	(14.019)	(14.927)
Outros Custos	(3.224)	(3.600)	(3.929)	(4.204)	(4.422)	(4.583)
Lucro Bruto	7.716	10.862	15.716	21.539	27.951	34.786
% YoY	32%	41%	45%	37%	30%	24%
Despesas de Marketing	-2.652	-2.986	-3.348	-3.737	-4.154	-4.601
% YoY	12%	13%	12%	12%	11%	11%
Despesas Administrativas e de Tecnologia	-2.460	-3.050	-3.798	-4.577	-5.302	-5.915
% YoY	33%	24%	25%	21%	16%	12%
Lucro Operacional (EBIT)	2.604	4.826	8.571	13.225	18.495	24.271
% YoY	62%	85%	78%	54%	40%	31%
Resultado Financeiro	-542	-651	-792	-843	-842	-842
Lucro Antes de Impostos (EBT)	2.062	4.176	7.779	12.382	17.652	23.429
Provisão para Impostos	-195	-877	-1.634	-2.600	-3.707	-4.920
Lucro Líquido (GAAP)	1.867	3.299	6.145	9.781	13.945	18.509
% YoY	54%	77%	86%	59%	43%	33%
Média de Ações em Circulação (Diluída)	452,6	456,6	460,9	464,7	464,7	461,4
% YoY	0,3%	0,9%	0,9%	0,8%	0,0%	-0,7%
Lucro por Ação (GAAP)	4,13	7,22	13,33	21,05	30,01	40,11
% YoY	54%	75%	85%	58%	43%	34%
Fluxo de Caixa						
Lucro Líquido	1.867	3.299	6.145	9.781	13.945	18.509
(-) Despesa de Conteúdo	-14.611	-17.258	-19.916	-22.523	-25.029	-27.396
(+) Conteúdo Amortizado	9.216	10.553	11.817	12.979	14.019	14.927
(+) Depreciação e Amortização (Outros)	104	129	162	199	238	279
(+) Remuneração Baseada em Ações	405	494	594	692	773	830
Impostos Diferidos	-94	-	-	-	-	-
Outros Itens Não-Caixa	183	-	-	-	-	-
Capital de Giro	43	327	388	447	506	613
Fluxo de Caixa Operacional	-2.887	-2.457	-809	1.575	4.453	7.761
(-) CapEx	-253	-332	-382	-435	-493	-564
Variações em Outros Ativos	-134	-110	-77	-54	-38	-26
Fluxo de Caixa Reportado	-3.274	-2.899	-1.268	1.086	3.922	7.171
% YoY	8%	-11%	-56%	-186%	261%	83%
(-) Remuneração Baseada em Ações	-405	-494	-594	-692	-773	-830
Fluxo de Caixa para a Empresa (FCFF)	-3.680	-3.393	-1.863	392	3.152	6.342
% YoY	10%	-8%	-45%	-121%	703%	101%

Anexo 2 – Modelo Financeiro Consolidado (cont.)

NETFLIX	2025	2026	2027	2028	2029
Receita	62.285	70.242	78.082	85.750	93.210
% YoY	15%	13%	11%	10%	9%
Custos das Vendas	-20.390	-21.650	-22.770	-23.752	-24.603
% YoY	5%	7%	6%	5%	4%
Amortização de Conteúdo	(15.699)	(16.772)	(17.746)	(18.622)	(19.404)
Outros Custos	(4.691)	(4.878)	(5.023)	(5.129)	(5.199)
Lucro Bruto	41.895	48.591	55.312	61.999	68.607
% YoY	20%	16%	14%	12%	11%
Despesas de Marketing	-5.076	-5.580	-6.113	-6.673	-7.260
% YoY	10%	10%	10%	9%	9%
Despesas Administrativas e de Tecnologia	-6.394	-6.715	-6.869	-6.864	-6.719
% YoY	8%	5%	2%	0%	-2%
Lucro Operacional (EBIT)	30.425	36.295	42.330	48.462	54.627
% YoY	25%	19%	17%	14%	13%
Resultado Financeiro	-840	-821	-801	-800	-800
Lucro Antes de Impostos (EBT)	29.584	35.475	41.530	47.661	53.828
Provisão para Impostos	-6.213	-7.450	-8.721	-10.009	-11.304
Lucro Líquido (GAAP)	23.372	28.025	32.808	37.653	42.524
% YoY	26%	20%	17%	15%	13%
Média de Ações em Circulação (Diluída)	455,8	448,4	439,3	429,2	418,5
% YoY	-1,2%	-1,6%	-2,0%	-2,3%	-2,5%
Lucro por Ação (GAAP)	51,28	62,51	74,69	87,73	101,62
% YoY	28%	22%	19%	17%	16%
Fluxo de Caixa					
Lucro Líquido	23.372	28.025	32.808	37.653	42.524
(-) Despesa de Conteúdo	-29.598	-31.621	-33.457	-35.109	-36.583
(+) Conteúdo Amortizado	15.699	16.772	17.746	18.622	19.404
(+) Depreciação e Amortização (Outros)	320	361	401	441	479
(+) Remuneração Baseada em Ações	879	923	959	988	1.010
Impostos Diferidos	-	-	-	-	-
Outros Itens Não-Caixa	-	-	-	-	-
Capital de Giro	669	802	881	960	1.040
Fluxo de Caixa Operacional	11.342	15.262	19.338	23.554	27.874
(-) CapEx	-648	-729	-804	-882	-963
Variações em Outros Ativos	-18	-13	-9	-6	-4
Fluxo de Caixa Reportado	10.675	14.520	18.525	22.666	26.907
% YoY	49%	36%	28%	22%	19%
(-) Remuneração Baseada em Ações	-879	-923	-959	-988	-1.010
Fluxo de Caixa para a Empresa (FCFF)	9.796	13.598	17.567	21.678	25.897
% YoY	54%	39%	29%	23%	19%