



Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e

Controllo

Cattedra – Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

**LA DIVERGENZA TRA VALORE FONDAMENTALE E
PREZZO DI MERCATO:
IL CASO NETFLIX NEL SETTORE
TECNOLOGICO**

Prof. Eugenio Pinto

Relatore

Prof.ssa Rosella Santella

Correlatore

Pietro Zaja - 781681

Candidato

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

ABSTRACT

La presente tesi analizza la divergenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato nel settore tecnologico, con particolare riferimento al caso di Netflix, azienda *leader* e rappresentativa di un comparto ad alto potenziale di crescita e caratterizzato da un uso intensivo di attività intangibili.

L'obiettivo è verificare l'esistenza di tale divergenza e individuarne le cause, con particolare attenzione al ruolo degli *asset* intangibili e alle dinamiche degli investitori.

In una prima parte, l'elaborato ripercorre l'evoluzione di Netflix e il suo modello di business, evidenziandone la trasformazione da piattaforma di *streaming* a produttore di contenuti originali e l'accumulo di rilevanti *asset* immateriali (*brand*, contenuti, tecnologia e base utenti).

Sono stati poi applicati diversi metodi di valutazione — in particolare il flusso di cassa scontato (DCF) e l'analisi dei multipli di mercato — per stimarne il valore fondamentale, confrontato con la capitalizzazione di mercato nello stesso periodo al fine di rilevare eventuali scostamenti.

Dall'analisi è emersa una significativa divergenza tra i valori ottenuti tramite i modelli valutativi tradizionali e il prezzo di mercato, che incorpora aspettative molto ottimistiche e tende ad allontanarsi dai fondamentali. Inoltre, gli elementi intangibili dell'impresa risultano decisivi nello spiegare tale differenza: in particolare il *brand*, la base di abbonati e la capacità di Netflix di generare contenuti originali e di espandersi internazionalmente rappresentano fattori chiave nella percezione del mercato, non sempre pienamente riflessi nei modelli di valutazione tradizionali.

In conclusione, la ricerca evidenzia come tale divergenza costituisca una caratteristica strutturale di Netflix e, più in generale, delle imprese con modelli di business simili: esse presentano al contempo un'elevata potenzialità di crescita e rendimento e un rischio intrinseco che, in caso di mancato allineamento con le aspettative, potrebbe condurre a forti ridimensionamenti del prezzo di mercato verso i fondamentali, anche tramite correzioni drastiche.

INDICE

INTRODUZIONE	7
Presentazione del tema e obiettivi dell'analisi	7
Struttura e metodologia	8
CAPITOLO 1 - IL CASO NETFLIX	9
1.1 Storia e sviluppo di Netflix: dalla nascita al dominio globale	9
1.2 Il modello di business	12
1.3 <i>Asset</i> tangibili e <i>asset</i> intangibili: una visione complessiva	13
1.3.1 Gli <i>asset</i> tangibili	15
1.3.2 Gli <i>asset</i> intangibili	15
1.4 L'andamento borsistico di Netflix	17
CAPITOLO 2 – LA VALUTAZIONE AZIENDALE	21
2.1 Metodi di valutazione aziendale tradizionali: metodo patrimoniale, reddituale, misto, finanziario e multipli di mercato	23
2.1.1 Il metodo patrimoniale	24
2.1.1.1 <i>Il metodo patrimoniale semplice</i>	25
2.1.1.2 <i>Il metodo patrimoniale complesso</i>	26
2.1.2 Il metodo reddituale	27
2.1.1.1 <i>Metodo reddituale con orizzonte temporale indefinito</i>	29
2.1.1.2 <i>Metodo reddituale con orizzonte temporale finito</i>	29
2.1.3 Il metodo misto	31
2.1.4 Il metodo finanziario (DCF)	33
2.1.4.1 <i>Il Discounted Cash Flow Levered</i>	34
2.1.4.2 <i>Il Discounted Cash Flow Unlevered</i>	35
2.1.4.3 <i>Applicazione del DCF</i>	35
2.1.5 Il metodo dei multipli	37
2.2 La valutazione nel settore tecnologico e media: peculiarità e sfide	40
CAPITOLO 3 – METODI DI VALUTAZIONE APPLICATI A NETFLIX	41

3.1 La base informativa	42
3.1.1 Il conto economico	42
3.1.2 Lo stato patrimoniale	43
3.1.3 Il rendiconto finanziario	44
3.2 Valutazione col metodo finanziario (DCF)	46
3.2.1 Calcoli, ipotesi e risultati	46
3.2.1.1 <i>Stima dei flussi di cassa</i>	46
3.2.1.2 <i>Determinazione del WACC</i>	49
3.2.1.2.1 <i>Il costo del capitale proprio</i>	50
3.2.1.2.2 <i>Il costo del capitale di debito</i>	56
3.2.1.2.3 <i>La struttura finanziaria</i>	57
3.2.2 Analisi degli scenari e sensibilità	58
3.2.2.1 <i>Calcolo dell'Enterprise Value (DCF – Base case)</i>	58
3.2.2.2 <i>Analisi di scenario</i>	61
3.2.2.3 <i>Analisi di sensibilità</i>	63
3.3 Valutazione tramite multipli di mercato e <i>comparables</i>	65
3.4 Confronto tra valore di mercato di Netflix e quello ottenuto dai metodi tradizionali di valutazione	70
CAPITOLO 4 – DIVERGENZA TRA VALORE FONDAMENTALE E PREZZO DI MERCATO	72
4.1 Valore di mercato e valore fondamentale definizione e differenze	73
4.2 Fattori che influenzano la valutazione di Netflix	74
4.2.1 Fattori macroeconomici e di contesto	75
4.2.2 Fattori settoriali	75
4.2.3 Fattori aziendali e strategici	76
4.2.4 <i>Asset</i> intangibili	76
4.2.5 Fattori comportamentali e di mercato	77
4.3 Analisi della divergenza	77

4.3.1 Dal picco alla correzione: il caso del 2022	81
CONCLUSIONI	82
Sintesi dei principali risultati ottenuti	83
La gestione della valutazione elevata: rischi e opportunità per gli investitori	84
Riflessioni sulle prospettive di crescita future di Netflix alla luce della divergenza tra valore di mercato e valore fondamentale	85
BIBLIOGRAFIA	86

INTRODUZIONE

PRESENTAZIONE DEL TEMA E OBIETTIVI DELL'ANALISI

Nel contesto economico-finanziario contemporaneo, la valutazione delle imprese tecnologiche rappresenta una delle sfide più complesse per analisti e investitori. La rapidità dell'innovazione, l'emergere di nuovi modelli di business e l'importanza sempre maggiore degli *asset* intangibili rendono sempre più arduo determinare il valore reale di un'impresa. A questa complessità si aggiunge la natura instabile e spesso irrazionale dei mercati finanziari, che tendono a rispondere in modo amplificato a fattori esterni quali notizie, aspettative, *trend* settoriali e dinamiche speculative. In questo scenario, si è osservata una crescente divergenza tra il valore fondamentale (o valore intrinseco) di un'azienda – ovvero il valore determinato sulla base di dati economico-finanziari oggettivi – e il suo prezzo di mercato, stabilito invece dalle forze della domanda e dell'offerta. Tale discrepanza ha dato origine a un ampio dibattito sull'efficienza dei mercati finanziari e sulla reale capacità degli investitori di valutare correttamente i fondamentali di un'impresa.

Questa problematica si manifesta in modo particolarmente evidente nel settore tecnologico, caratterizzato da una forte volatilità, da *business model* innovativi e da una significativa presenza di elementi immateriali, come capitale umano, proprietà intellettuale, *brand* e dati. Tali *asset*, spesso difficilmente quantificabili, sfuggono ai tradizionali strumenti di valutazione finanziaria, generando margini di incertezza che si riflettono nei mercati.

In questo contesto, l'obiettivo della presente tesi è quello di analizzare in modo approfondito il rapporto tra il valore intrinseco ed il prezzo di mercato nel caso specifico di Netflix Inc., un'azienda che incarna molte delle caratteristiche peculiari del settore tecnologico: rapida crescita, innovazione continua, l'enfasi sugli investimenti in contenuti e tecnologia, l'elevata componente immateriale degli *asset* e il ruolo centrale giocato dalle aspettative degli investitori. Questi fattori hanno reso il suo titolo particolarmente sensibile alle oscillazioni del mercato, rendendola un oggetto di studio ideale per indagare il tema proposto.

STRUTTURA E METODOLOGIA

La presente tesi è strutturata in quattro capitoli, ciascuno dei quali affronta un aspetto specifico del tema centrale: la divergenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato nel settore tecnologico, analizzata attraverso il caso emblematico di Netflix Inc.

Il *primo capitolo* è interamente dedicato al caso Netflix. Vengono ricostruiti la storia e lo sviluppo dell'azienda, l'evoluzione del suo modello di business, la natura e il peso dei suoi *asset* tangibili e intangibili, e infine l'andamento del titolo sul mercato azionario. Questo capitolo fornisce il quadro operativo e strategico necessario per comprendere l'oggetto dell'analisi.

Nel *secondo capitolo* vengono presentati i principali metodi di valutazione aziendale, sia tradizionali (patrimoniale, reddituale, misto), sia quelli più utilizzati nel contesto finanziario moderno (DCF, multipli di mercato). Particolare attenzione è riservata alle difficoltà di applicazione di tali metodi nel settore tecnologico.

Il *terzo capitolo* applica concretamente questi metodi al caso Netflix. Si sviluppano analisi dettagliate basate sul metodo del flusso di cassa scontato (DCF), sui multipli di mercato e su confronti con aziende comparabili. Vengono inoltre condotte analisi di sensibilità e di scenario per valutare l'impatto delle ipotesi assunte e l'eventuale distanza tra il valore stimato e il prezzo di mercato.

Il *quarto capitolo* analizza la divergenza tra il valore fondamentale calcolato e il valore di mercato osservato. Viene proposta una riflessione critica sui fattori che influenzano questa distanza, con *focus* su aspettative degli investitori, innovazione e dinamiche speculative.

Infine, vengono presentate le conclusioni dell'analisi, sintetizzando i risultati principali e riflettendo sulle implicazioni teoriche e pratiche per investitori, analisti e studiosi.

In merito alla metodologia utilizzata, la tesi adotta un metodo integrato, che combina:

- analisi teorica su fonti accademiche, letteratura economico-finanziaria e articoli specialistici;
- analisi empirica basata su dati reali tratti da bilanci, *report* aziendali, banche dati finanziarie e analisi di mercato;
- applicazione di modelli quantitativi, in particolare il metodo del *Discounted Cash Flow (DCF)* e l'uso di multipli di mercato, affiancati da tecniche di *sensitivity analysis*.

L'obiettivo è quello di offrire una valutazione quanto più realistica e multidimensionale di Netflix, confrontando i risultati dei modelli teorici con il comportamento effettivo del mercato, e interpretando le eventuali discrepanze alla luce delle specificità del settore tecnologico.

1. IL CASO NETFLIX

1.1 STORIA E SVILUPPO DI NETFLIX: DALLA NASCITA AL DOMINIO GLOBALE

Netflix Inc. nacque nel 1997 a Scotts Valley, in California, da un'idea di Reed Hastings e Marc Randolph. Lo stesso Hastings racconta che l'idea sarebbe sorta dopo aver ricevuto una penale di 40 dollari per il ritardo nella restituzione di una videocassetta noleggiata da Blockbuster.

Convinti del valore della propria idea, i due fondatori investirono 2,5 milioni di dollari per l'avvio di Netflix e, ispirati dal modello della nascente società di *e-commerce* Amazon di cui erano grandi estimatori, scelsero di puntare sul commercio elettronico di DVD.

Il 14 aprile 1998 venne lanciato il sito *web* con solo 30 dipendenti e 925 DVD disponibili; venne scelta una modalità di noleggio per posta con una struttura a catalogo online e un sistema di spedizione diretta al cliente.¹

Fin dagli albori Netflix ha dimostrato una forte visione strategica di lungo periodo cercando sempre di anteporre la *customer experience* alla massimizzazione immediata del profitto (l'“*abbonamento mensile flat*”, introdotto nel 1999, eliminava i costi di noleggio singoli e penalità per ritardi).²

Nel 2002 Netflix venne quotata al NASDAQ con il *ticker* NFLX, a un prezzo iniziale di 15 dollari per azione. L'azienda, che all'epoca aveva circa 600.000 abbonati, iniziò così a scalare il mercato statunitense. Il modello di business continuò ad evolvere e, nel 2007, Netflix lanciò il suo servizio più rivoluzionario: lo *streaming on-demand*. Questo passaggio segna un punto di svolta radicale per il settore dell'intrattenimento e pose le basi per l'attuale economia digitale dei contenuti.³

Con la sempre maggiore diffusione della banda larga e l'aumento dei dispositivi connessi a Internet – come *smart TV*, *smartphone* e *tablet* – lo *streaming* iniziò a rappresentare un modo semplice e immediato per accedere a un catalogo di contenuti in continua crescita. Netflix comprese fin da subito che il vero vantaggio competitivo non stava più soltanto nella modalità di distribuzione, ma soprattutto nella qualità e varietà dei contenuti offerti, oltre che nella capacità di personalizzare l'esperienza per ciascun utente.⁴

Nel 2016 Netflix completò un'espansione su scala quasi globale, lanciandosi in oltre 190 paesi in un solo giorno e diventando così una delle prime piattaforme di intrattenimento a carattere globale. L'universalità del *brand* è rafforzata dalla capacità di adattare i contenuti ai mercati locali, sviluppando e promuovendo produzioni in

¹ Jenner, M. (2018). *Netflix and the Re-invention of Television*. Palgrave Macmillan.

² Wayne, M. L. (2018). “Netflix, Amazon, and branded television content in subscription video on-demand portals.” *Media, Culture & Society*, 40(5), 725–741

³ Lobato, R. (2019). *Netflix Nations: The Geography of Digital Distribution*. New York University Press.

⁴ Jenner, M. (2018). *Netflix and the Re-invention of Television*. Palgrave.

lingua originale, come *La Casa de Papel* (Spagna), *Dark* (Germania), *Sacred Games* (India), *Lupin* (Francia) e numerose produzioni italiane come *Suburra* o *Skam Italia*.⁵

A partire dal 2017, Netflix diventa il maggiore acquirente e produttore di contenuti audiovisivi a livello mondiale, con investimenti miliardari in contenuti originali. Nel 2021 l'azienda supera per la prima volta i 200 milioni di abbonati globali. Nel corso dello stesso anno riceve più nomination agli Emmy Awards di qualsiasi altra piattaforma o *network* televisivo, dimostrando la piena legittimazione non solo commerciale, ma anche artistica delle sue produzioni.⁶

Durante la pandemia da Covid-19, Netflix beneficia di un'ulteriore accelerazione, con una crescita significativa degli abbonati e una domanda crescente di contenuti in *streaming*. Tuttavia, a partire dal 2022, vi è una significativa crescita della concorrenza (Disney+, HBO Max, Amazon Prime Video), ed emergono nuove esigenze legate alla saturazione del mercato, alla rotazione dei contenuti e alla sostenibilità economica degli investimenti. Netflix ha saputo cogliere tali sfide e nello stesso tempo, ha continuato ad innovare, introducendo nuovi modelli di monetizzazione, tra cui un abbonamento con pubblicità lanciato nel 2022, e iniziative di diversificazione, come l'ingresso nel mondo dei videogiochi (*Netflix Games*), cercando di consolidare la propria *leadership* nell'*entertainment* digitale.⁷

Oggi Netflix rappresenta non solo una *case history* di successo imprenditoriale, ma un vero e proprio modello che ha contribuito a cambiare profondamente il mondo dei media e dell'intrattenimento. La sua evoluzione ha influenzato il comportamento dei consumatori, modificato e ridefinito i modelli di business tradizionali e trasformato l'intera struttura industriale del settore audiovisivo su scala globale.⁸

⁵ Lobato, R. (2019). *Netflix Nations*. NYU Press.

⁶ Johnson, C. (2022). "Originals and exclusivity in the platform economy: Netflix and the cultural industries." *Television & New Media*, 23(5), 567–584.

⁷ Wayne, M. L., & Castro, D. (2022). "Streaming wars: Platform competition and the economics of attention." *Media Industries Journal*, 9(1), 1–20.

⁸ Lotz, A. D. (2020). "In between the global and the local: The multi-scalar dynamics of Netflix as a global media service." *Journal of Media Business Studies*, 17(2), 105–121.

1.2 IL MODELLO DI BUSINESS

Il modello di business attuale di Netflix si fonda principalmente su un sistema di abbonamento mensile (*subscription based*), grazie al quale gli utenti possono accedere a un'ampia libreria digitale di contenuti video *on demand*.⁹ Questo modello, noto anche come SVOD (*Subscription Video On Demand*), rappresenta la fonte principale di ricavi per la società, sin da quando si è costituita nel settore dello *streaming*.¹⁰

Negli anni recenti, tuttavia, Netflix ha introdotto nuove modalità di monetizzazione, tra cui un piano di abbonamento con pubblicità, caratterizzato da un costo mensile contenuto per l'utente e la visualizzazione di annunci pubblicitari. Ciò ha permesso alla piattaforma di integrare una componente AVOD (*Ad-supported Video On Demand*), espandendo la propria base utenti e diversificando le fonti di ricavo.¹¹

Uno degli aspetti chiave del modello di business di Netflix risiede nella gestione dei contenuti audiovisivi, che avviene tramite un modello ibrido. Da un lato, l'azienda acquisisce diritti di trasmissione da soggetti terzi, secondo il modello tradizionale del *licensing*; dall'altro, investe direttamente nella produzione di contenuti originali, perseguendo una strategia di integrazione verticale. I contenuti proprietari – come *Stranger Things*, *The Crown* o *La Casa di Carta* – non solo costituiscono un vantaggio competitivo in termini di esclusività, ma contribuiscono anche alla costruzione del brand e alla fidelizzazione degli abbonati. Inoltre, l'offerta di contenuti localizzati (sottotitolati, doppiati o prodotti localmente) per rispondere alle preferenze culturali dei diversi mercati, prodotti in lingua locale, si è dimostrata particolarmente efficace ottenendo significativo riscontro nei mercati emergenti.¹²

Sul piano tecnologico Netflix investe in modo particolare nello sviluppo di infrastrutture proprietarie e nell'analisi dei dati. L'utilizzo di algoritmi avanzati di raccomandazione, basati sull'intelligenza artificiale, consente una personalizzazione

⁹ Wayne, M. L. (2018). "Netflix, Amazon, and branded television content in subscription video on-demand portals." *Media, Culture & Society*, 40(5), 725–741.

¹⁰ Jenner, M. (2018). *Netflix and the Re-Invention of Television*. Palgrave Macmillan.

¹¹ Wayne, M. L., & Castro, D. (2022). "Streaming wars: Platform competition and the economics of attention." *Media Industries Journal*, 9(1), 1–20.

¹² Lobato, R. (2019). *Netflix Nations: The Geography of Digital Distribution*. New York University Press.

spinta dell'esperienza utente, aumentando il tempo di visualizzazione e la soddisfazione degli abbonati.¹³

Dal punto di vista operativo, il modello di business di Netflix si contraddistingue per elevati costi fissi – dovuti soprattutto agli investimenti in contenuti e tecnologia – ma costi marginali decrescenti per ciascun nuovo utente servito. Questo rende il modello altamente scalabile, consentendo alla società di beneficiare di economie di scala crescenti man mano che aumenta la base di utenti. L'esperienza utente, infine, è progettata per essere semplice, accessibile e uniforme su una vasta gamma di dispositivi, contribuendo a rafforzare la soddisfazione e la fidelizzazione della clientela.¹⁴

In sintesi, il modello di business di Netflix è il risultato di una strategia integrata che combina contenuti esclusivi, tecnologia avanzata, distribuzione globale e attenzione costante all'esperienza personalizzata dell'utente. La sua capacità di innovare e adattarsi a un settore in rapida evoluzione rappresenta uno degli elementi fondamentali per la *leadership* che tuttora mantiene nel panorama dello *streaming* a livello mondiale.

1.3 ASSET TANGIBILI E ASSET INTANGIBILI: UNA VISIONE COMPLESSIVA

Nell'ambito dell'analisi patrimoniale di una società è fondamentale distinguere tra *asset* tangibili e *asset* intangibili, due categorie che contribuiscono in modo diverso, ma complementare, alla creazione di valore. Gli *asset* tangibili comprendono tutte le risorse fisiche e materiali di proprietà dell'impresa, come impianti, attrezzature, immobili e strumenti tecnologici. Questi elementi, in genere, sono facilmente identificabili, misurabili e contabilizzabili nei bilanci. Gli *asset* intangibili, invece,

¹³ Gomez-Urbe, C. A., & Hunt, N. (2016). "The Netflix Recommender System: Algorithms, Business Value, and Innovation." *ACM Transactions on Management Information Systems*, 6(4), 1–19.

¹⁴ Uenlue, M. (2022). "Business Model Analysis of Netflix." *Journal of Media Economics*, 35(1), 1–18.

sono risorse non fisiche, difficilmente replicabili e spesso non pienamente rappresentate nel patrimonio contabile. Tra i più rilevanti di quest'ultima categoria troviamo il *brand*, il capitale umano, la proprietà intellettuale, le relazioni con i clienti, le banche dati e, nel caso delle imprese digitali, anche la tecnologia proprietaria e gli algoritmi. La loro natura immateriale li rende spesso più difficili da valutare, ma in molti settori — e in particolare in quello tecnologico — essi rappresentano il vero motore del valore d'impresa.¹⁵

Nel caso di Netflix, questa distinzione è particolarmente significativa: mentre gli *asset* tangibili svolgono una funzione operativa, è grazie agli *asset* intangibili che l'azienda ha potuto costruire un vantaggio competitivo duraturo e una capitalizzazione di mercato elevata.

Secondo il bilancio al 31 marzo 2025, Netflix mostra un attivo totale pari a circa 51,1 miliardi di USD, così suddivisi:

- *Current assets: 11,7 miliardi USD*
- *Content assets (beni intangibili): 32 miliardi USD*
- *Property and Equipment (beni tangibili): 1,6 miliardi USD*
- *Other non-current assets: 6,7 miliardi USD*

Secondo i più recenti dati di bilancio tali *asset* rappresentano oltre il 60% dell'attivo, con un valore stimato di circa 32 miliardi di dollari, a fronte di meno di 2 miliardi di dollari in *asset* tangibili.¹⁶ Questa configurazione riflette perfettamente il modello di business digitale e spiega perché il suo valore percepito – e quindi la valutazione di mercato – vada ben oltre i numeri “fisici” presenti in bilancio.

¹⁵ Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.

¹⁶ Netflix, Inc. (2024). *Annual Report 2024 (Form 10-K)*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1065280/000162828025002067/nflx-20231231.htm>

1.3.1 GLI ASSET TANGIBILI

Gli *asset* tangibili di Netflix, pur non essendo numericamente rilevanti rispetto al totale delle attività, forniscono l'infrastruttura necessaria per l'erogazione del servizio. Tra i principali rientrano:

- Studi di produzione propri, come quelli aperti ad Albuquerque (New Mexico) o a Tres Cantos (Spagna), dove vengono realizzati contenuti originali. Questi spazi, attrezzati con tecnologia avanzata, consentono una maggiore autonomia e controllo nella produzione audiovisiva.¹⁷
- Sedi operative e uffici presenti nei principali mercati globali (tra cui Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi, Brasile, India, Italia), che ospitano le funzioni di marketing, sviluppo contenuti, legale, tecnologia e *operations*.¹⁸
- Hardware e infrastrutture tecnologiche, tra cui *server* e *data center* proprietari di supporto (anche se una parte significativa dell'*hosting* è esternalizzata su Amazon Web Services - AWS).¹⁹
- Attrezzature per la produzione e post-produzione, utilizzate in collaborazione con case di produzione interne ed esterne.

Anche se rappresentano solo una frazione del valore totale, questi *asset* garantiscono a Netflix la capacità operativa di creare, distribuire e gestire contenuti su scala globale.

1.3.2 GLI ASSET INTANGIBILI

Gli *asset* intangibili costituiscono il vero patrimonio competitivo di Netflix. La loro combinazione strategica consente all'azienda di attrarre utenti, fidelizzarli e creare valore nel tempo. È possibile identificarne almeno quattro principali.

¹⁷ Netflix, Inc. (2021). *Netflix buys Albuquerque Studios* [Press release]. <https://about.netflix.com/en/news/netflix-buys-albuquerque-studios>

¹⁸Netflix, Inc. (2019). *Netflix to open new production hub in Madrid's Tres Cantos* [Press release]. <https://about.netflix.com/en/news/netflix-to-open-new-production-hub-in-madrid>

¹⁹ Netflix, Inc. (2016). *Open Connect: Delivering Netflix content*. <https://about.netflix.com/en/news/open-connect-delivering-netflix-content>

La proprietà intellettuale è probabilmente il più importante tra gli *asset* intangibili dell'azienda. Netflix detiene i diritti di sfruttamento esclusivo su centinaia di titoli originali, inclusi film, documentari, serie e produzioni internazionali. Opere come *Stranger Things*, *The Witcher*, *Squid Game*, *You* o *La casa di carta* non solo generano traffico e abbonamenti, ma hanno un ciclo di vita lungo grazie a licenze secondarie, prodotti derivati, *merchandising* e *spin-off*. Possedere i diritti esclusivi su contenuti ampiamente riconoscibili conferisce all'azienda un potere negoziale e un vantaggio competitivo difficilmente replicabile.²⁰

Il marchio Netflix è oggi uno dei più riconoscibili al mondo. Secondo *Interbrand* (2023), rientra stabilmente tra i 30 *brand* a maggiore valore globale.²¹ Il logo, l'interfaccia e persino il suono d'apertura ("ta-dum") sono diventati iconici. Il *brand* non è solo uno strumento di marketing, ma un *asset* strategico che incide direttamente sulla fiducia dei consumatori, sulla capacità di attrarre talenti creativi e sulla credibilità presso gli investitori.²²

Netflix ha investito in maniera massiccia nello sviluppo di una piattaforma tecnologica scalabile e affidabile, capace di adattarsi a qualsiasi dispositivo e condizione di rete. Il sistema di algoritmi proprietari di raccomandazione, basato su tecniche avanzate di intelligenza artificiale e *machine learning* rappresenta un'altra tipologia di *asset* che conferisce valore e competitività a Netflix. Questi sistemi analizzano miliardi di dati per proporre all'utente contenuti altamente personalizzati, aumentando il tempo di permanenza sulla piattaforma e riducendo l'abbandono (*churn rate*). La tecnologia di suggerimento è talmente sofisticata da influenzare persino le decisioni di produzione, orientando gli investimenti verso generi e formati più promettenti. Inoltre, l'accesso a dati granulari su preferenze, abitudini di visione, frequenza e durata di fruizione è un

²⁰ Johnson, C. (2022). Originals and exclusivity in the platform economy: Netflix and the cultural industries. *Television & New Media*, 23(5), 567–584.

²¹ Interbrand. (2023). *Best Global Brands 2023*. <https://interbrand.com/best-global-brands/>

²² Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M. (2005). Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033–1049.

altro *asset* chiave. Netflix raccoglie ed elabora queste informazioni per migliorare l'interfaccia utente, testare nuovi contenuti ed elaborare scenari di *pricing*.²³

Infine, con oltre 300 milioni di abbonati a livello globale (2025), la base utenti rappresenta la principale fonte di ricavi di Netflix e un *asset* intangibile di importanza strategica.²⁴ Essa garantisce entrate ricorrenti e prevedibili, alimenta gli algoritmi di raccomandazione attraverso una mole enorme di dati e rafforza il *brand* grazie agli effetti di rete e alla fidelizzazione. Inoltre, il numero di abbonati costituisce un indicatore diretto della crescita e dell'espansione del business, riflettendo la capacità della piattaforma di penetrare nuovi mercati e consolidare la propria posizione competitiva. La *community* globale funge infine da laboratorio di sperimentazione per nuovi contenuti, funzionalità e modelli di business, come il recente piano con pubblicità.²⁵

1.4 L'ANDAMENTO BORSISTICO DI NETFLIX

In questo paragrafo verranno approfonditi l'andamento e l'evoluzione storica del titolo azionario di Netflix con l'obiettivo di evidenziare le dinamiche attraverso cui il mercato ha recepito l'evoluzione strategica e operativa dell'azienda. Dal 2002, anno della quotazione al NASDAQ con ticker NFLX, fino ad oggi, il titolo ha vissuto fasi di crescita esplosiva, battute d'arresto, volatilità, ma anche una sostanziale rivalutazione di lungo periodo che riflette, in modo talvolta amplificato, le trasformazioni del modello di business dell'azienda.

Come già descritto, Netflix si quota in Borsa il 23 maggio 2002 a un prezzo iniziale di 15 dollari per azione, con una capitalizzazione iniziale di circa 300 milioni di dollari.²⁶

²³ Gomez-Uribe, C. A., & Hunt, N. (2016). The Netflix Recommender System: Algorithms, business value, and innovation. *ACM Transactions on Management Information Systems*, 6(4), 1–19.

²⁴ Wayne, M. L., & Castro, D. (2022). Streaming wars: Platform competition and the economics of attention. *Media Industries Journal*, 9(1), 1–20.

²⁵ Haskel, J., & Westlake, S. (2018). *Capitalism without capital: The rise of the intangible economy*. Princeton University Press.

²⁶ Netflix, Inc. (2002). *Prospectus filed pursuant to Rule 424(b)(4)*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065280/000092962402000229/424b4.txt>

Nei primi anni, il titolo cresce in maniera graduale, sostenuto dal successo del modello di noleggio DVD e poi, dal 2007, dall'avvio del servizio di *streaming on-demand*, che attira l'attenzione degli investitori per la sua potenzialità di scalabilità e margini elevati. Tra il 2003 ed il 2009 Netflix si è dimostrato un ottimo investimento, aumentando la sua capitalizzazione del 33,36% all'anno e di circa 3 miliardi di dollari durante quel periodo.²⁷

Con l'inizio della produzione di contenuti originali nel 2013 (*House of Cards*), e il conseguente riposizionamento dell'azienda come *media company* integrata, il titolo entra in una fase di forte apprezzamento. Tra il 2013 e il 2021 le azioni Netflix passano da circa 30 dollari a oltre 690 dollari (massimo storico raggiunto a novembre 2021), moltiplicando il proprio valore di oltre 20 volte in otto anni.²⁸

Nel periodo pandemico, Netflix beneficia di una spinta straordinaria alla crescita, favorita dalla chiusura di cinema, la riduzione delle alternative di intrattenimento e la crescente diffusione dello *streaming* a livello globale. Gli abbonati aumentano di oltre 36 milioni solo nel 2020 e gli investitori premiano la solidità del modello, portando il titolo a raggiungere il suo picco storico di capitalizzazione di mercato: circa 306 miliardi di dollari nel novembre 2021.²⁹ In quella fase, Netflix viene percepita come una delle poche aziende in grado di crescere anche in contesti macroeconomici avversi, e viene valutata con multipli elevati, in linea con le aspettative di crescita future.³⁰

A partire dal 2022 si verifica una correzione significativa. Nel primo trimestre dell'anno Netflix annuncia, per la prima volta in oltre un decennio, una perdita netta di abbonati: la notizia scatena una forte reazione negativa da parte degli investitori.³¹ In pochi mesi il titolo perde oltre il 60% del proprio valore, scendendo sotto i 200 dollari per azione. Le cause di questo crollo sono diverse, ma il fattore scatenante è

²⁷ Wayne, M. L. (2018). Netflix, Amazon, and branded television content in subscription video on-demand portals. *Media, Culture & Society*, 40(5), 725–741.

²⁸ Johnson, C. (2022). Originals and exclusivity in the platform economy: Netflix and the cultural industries. *Television & New Media*, 23(5), 567–584.

²⁹ Nasdaq, Inc. (n.d.). *Netflix, Inc. (NFLX) historical stock data*. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nflx/historical>

³⁰ Yahoo Finance. (2021). *Netflix market capitalization history*. <https://finance.yahoo.com/quote/NFLX/>

³¹ Jenner, M. (2022). Binge-watching and the future of television. *Critical Studies in Television*, 17(1), 7–24.

proprio il mancato rispetto delle aspettative, legato al calo degli abbonati, che ha incrinato profondamente la fiducia del mercato. A ciò si aggiungono la saturazione dei mercati maturi come Stati Uniti, Canada ed Europa, la crescente concorrenza di nuovi player (Disney+, HBO Max, Amazon Prime Video, Apple TV+) e l'incertezza geopolitica, che hanno spostato il *sentiment* degli investitori verso titoli più “*value oriented*” piuttosto che titoli ad alto potenziale di crescita.³²

Netflix ha reagito con una serie di iniziative strategiche per rafforzare il proprio modello, come:

- Introduzione, nel 2022, di un piano di abbonamento con pubblicità, a prezzo inferiore;
- Maggiore controllo sulla condivisione delle password;
- Espansione nei contenuti localizzati e nei mercati emergenti;
- Ingresso nel settore dei videogiochi tramite Netflix Games.³³

Queste mosse hanno contribuito a stabilizzare la traiettoria finanziaria e a riconquistare la fiducia del mercato.³⁴ Nel corso del 2023 e 2024, il titolo ha progressivamente recuperato terreno, tornando sopra i 600 dollari per azione nel primo semestre 2024 e raggiungendo una capitalizzazione di circa 270 miliardi di dollari nel giugno 2024.³⁵

A luglio 2025, il titolo Netflix registra un prezzo superiore ai 1.300 dollari per azione, con una capitalizzazione di mercato stimata attorno ai 550 miliardi di dollari. Si tratta di livelli di prezzo mai raggiunti prima, che riflettono un'ulteriore rivalutazione da parte degli investitori rispetto ai minimi toccati nel 2022. Solo negli ultimi dodici mesi, il titolo ha guadagnato oltre +80%, mentre la *performance* da inizio anno segna un incremento superiore al +40%, posizionandosi tra i top 20 *performer* dell'S&P500.³⁶

³² Wayne, M. L., & Castro, D. (2022). Streaming wars: Platform competition and the economics of attention. *Media Industries Journal*, 9(1), 1–20.

³³ Statt, N. (2021, July 20). *Netflix is getting into video games*. The Verge. <https://www.theverge.com/2021/7/20/22584688/netflix-video-games-mobile-streaming>

³⁴ Peters, J. (2022, November 3). *Netflix launches ad-supported plan*. The Verge. <https://www.theverge.com/2022/11/3/23437650/netflix-basic-with-ads-plan-launch-price>

³⁵ Nasdaq, Inc. (n.d.). *Netflix, Inc. (NFLX) historical stock data*. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nflx/historical>

³⁶ Refinitiv. (2025). *Refinitiv Workspace — Netflix equity data*. Refinitiv.

L'andamento borsistico di Netflix nel lungo periodo evidenzia un forte legame tra aspettative di crescita, valorizzazione degli intangibili e percezione del mercato. Il titolo ha sempre mostrato una certa volatilità, legata non tanto ai risultati trimestrali in sé, quanto alla storia che li accompagna: crescita degli abbonati, successo dei contenuti, posizionamento competitivo. Questo comportamento riflette un fenomeno chiave per la tesi: la divergenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato. Il mercato attribuisce a Netflix un valore spesso superiore a quello risultante dai metodi di valutazione tradizionali, proprio perché incorpora *asset* intangibili difficili da stimare e proiezioni future che vanno oltre il perimetro del bilancio.

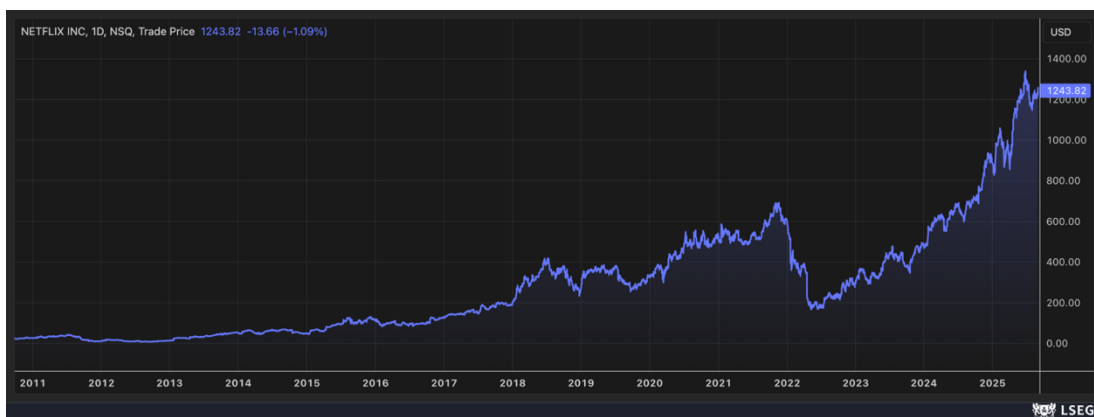


Figura 2.1 – Andamento del titolo Netflix (2011-2025).³⁷

Il grafico mostra l'andamento storico del titolo Netflix (NFLX) dal gennaio 2013 a settembre 2025. I principali passaggi possono essere così sintetizzati:

- Crescita iniziale (dal 2013 in poi): con l'introduzione dello *streaming* e dei contenuti originali, il titolo ha avviato una fase di forte apprezzamento;
- Massimo di fine 2021: il prezzo è passato da circa 30 USD nel 2013 a quasi 690 USD a novembre 2021, segnando il primo massimo storico;
- Fase di correzione (2022): l'anno successivo è stato caratterizzato da un brusco calo delle quotazioni, legato sia a dinamiche macroeconomiche sia a una temporanea perdita di fiducia del mercato;

³⁷ Refinitiv. (2025). *Refinitiv Workspace — Netflix equity data*. Refinitiv.

- Ripresa tra il 2023 e 2024: il titolo ha progressivamente recuperato terreno, sostenuto dal consolidamento della base abbonati e dall'espansione internazionale;
- Piccolo assoluto di luglio 2025: la quotazione ha raggiunto circa 1.335 USD per azione, corrispondenti a una capitalizzazione di mercato superiore ai 550 miliardi USD;
- Situazione attuale (settembre 2025): il titolo si colloca oltre i 1.200 USD per azione, con una capitalizzazione di circa 513 miliardi USD, in leggero calo rispetto al massimo estivo.³⁸

2. LA VALUTAZIONE AZIENDALE

La valutazione aziendale è uno dei compiti più complessi e, al contempo, più cruciali della finanza aziendale. Essa assume un ruolo centrale in molteplici ambiti decisionali: dalle operazioni di finanza straordinaria, alla quotazione in Borsa, fino alla gestione strategica e alla misurazione della creazione di valore per gli azionisti.

Valutare un'impresa non significa semplicemente attribuire un prezzo, ma piuttosto interpretarne la capacità di generare ricchezza nel tempo, analizzarne i punti di forza, la solidità finanziaria e le prospettive e potenzialità future. Nella pratica la valutazione consiste nel conferire un valore al capitale economico dell'azienda, inteso come l'importo massimo che un investitore razionale sarebbe disposto a pagare per acquisirne la proprietà, sulla base delle aspettative di ritorno futuro.³⁹

La dottrina economico-aziendale, nel corso del tempo, ha elaborato diversi modelli di valutazione, ciascuno fondato su presupposti differenti e adatto a specifici contesti e riferito alle specifiche caratteristiche dell'ente da stimare. I diversi metodi si dividono in due categorie di valutazione: *valutazioni assolute*, basate su modelli e formule, e *valutazioni relative*, basate sul confronto di moltiplicatori.⁴⁰

³⁸ Nasdaq, Inc. (n.d.). *Netflix, Inc. (NFLX) historical stock data*. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nflx/historical>

³⁹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁴⁰ Penman, S. H. (2021). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (6th ed.). McGraw-Hill.

È opinione diffusa che i risultati espressi dalle due metodologie possano divergere, ma nei limiti di una differenza ammissibile.

L'approccio assoluto contiene esclusivamente componenti razionali e si basa sulle validità delle informazioni e sulle risultanze ottenute dall'analisi fondamentale svolta sull'ente oggetto di stima. Tra i principali metodi di questa categoria rientrano il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto patrimoniale-reddituale e il metodo finanziario (DCF).⁴¹

L'approccio relativo, invece, coinvolge, oltre alle componenti razionali (le performance), anche fattori esterni come l'efficienza o l'inefficienza del mercato, riferendosi a orizzonti temporali brevi. Il metodo più rappresentativo di questa categoria è quello dei multipli di mercato.⁴²

Generalmente i metodi assoluti vengono considerati come i metodi principali di valutazione, mentre le valutazioni relative assumono una funzione più di "controllo"; questo perché secondo la vecchia scuola di pensiero, le metodologie relative, basate sui confronti di multipli, offrono una visione più limitata del mercato e intrinseca di volatilità. Tuttavia, il metodo dei multipli presenta vantaggi non trascurabili: pur essendo meno articolato nei calcoli e quindi più approssimativo, evita molte delle assunzioni complesse richieste dai metodi assoluti. Grazie alla sua rapidità di applicazione e alla capacità di riflettere in modo diretto e immediato le condizioni del mercato, esso può talvolta fornire una stima del valore più vicina alla percezione reale degli investitori.⁴³

In definitiva, non esiste un metodo "giusto" in senso assoluto: la scelta della metodologia più adatta dipende dal tipo di impresa, dalla qualità e disponibilità delle informazioni, dallo scopo della valutazione e dal contesto in cui essa viene condotta.⁴⁴

⁴¹ Penman, S. H. (2021). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (6th ed.). McGraw-Hill.

⁴² Fernández, P. (2019). *Valuation and Common Sense* (5th ed.). Academic Press.

⁴³ Perrini, F., & Vanni, I. (2019). *Valutazione d'azienda* (3ª ed.). Egea.

⁴⁴ Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende* (4ª ed.). Giappichelli.

2.1 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE TRADIZIONALI: METODO PATRIMONIALE, REDDITUALE, MISTO, FINANZIARIO E MULTIPLI DI MERCATO

La prima fase del processo di valutazione, ancor prima di procedere all'applicazione concreta di un metodo, consiste nella definizione dell'obiettivo della valutazione stessa, poiché esso orienta l'intero processo analitico e influenza la scelta della metodologia più appropriata. Le finalità possono essere diverse: la vendita totale o parziale di un'azienda, operazioni di finanza straordinaria (fusioni, acquisizioni, ecc.), contenziosi legali, oppure la quotazione in Borsa (IPO).⁴⁵

Una volta definito lo scopo, è fondamentale procedere alla raccolta e sistematizzazione delle informazioni necessarie, che costituiscono la base informativa su cui si fonda l'analisi. Senza un insieme di dati completo e accurato, le formule e i modelli matematici rischiano di perdere significato e di restituire risultati poco attendibili.⁴⁶

La base informativa può essere articolata in tre principali categorie:

1. Base informativa per le valutazioni assolute

- Analisi strategica:
 - Scenario macroeconomico di riferimento
 - Analisi del settore in cui opera l'impresa
- Analisi storica:
 - Dati storici di bilancio (economici, patrimoniali e finanziari)
- Informazioni per la stima dei tassi:
 - Banche dati per il calcolo del beta
 - Rendimenti di portafoglio
 - Tassi privi di rischio
 - *Equity Risk Premium* (ERP)
 - Fattore di crescita “g” per la proiezione dei flussi

⁴⁵ Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Milano: Egea.

⁴⁶ Gatti, S. (2021). *Corporate Finance: Theory and Practice* (5th ed.). Springer.

2. Base informativa per le operazioni di acquisizione

- Valutazione delle sinergie potenziali derivanti dall'operazione
- Analisi dell'impatto sulle dinamiche di rischio dell'acquirente

3. Base informativa per le valutazioni relative

- Identificazione di società comparabili
- Raccolta dati da banche dati finanziarie e di mercato
- Analisi dei profili economico-finanziari delle aziende del settore⁴⁷

Solo dopo aver costruito questa base informativa, condizione necessaria per l'analisi fondamentale, è possibile procedere all'applicazione del metodo (o dei metodi) di valutazione più coerente con le caratteristiche dell'azienda e le finalità dell'analisi.

In questo capitolo verranno quindi esaminati, uno per uno, i principali metodi di valutazione, con l'obiettivo di individuare quelli più efficaci per il caso specifico di Netflix.

2.1.1 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale stima il valore di un'azienda partendo dal suo patrimonio netto, considerato come l'investimento necessario per ricreare da zero una realtà con la stessa struttura patrimoniale di quella oggetto di valutazione. In pratica, questo approccio mira a determinare il valore economico effettivo del patrimonio aziendale, rettificando le attività e le passività al loro valore corrente di mercato, ossia al valore che tali elementi assumerebbero in una transazione effettuata alla data di riferimento.⁴⁸

Affinché questa metodologia sia applicata correttamente, è fondamentale che il bilancio dell'impresa sia redatto in modo chiaro, trasparente e coerente con i principi

⁴⁷ Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2020). *Business Analysis and Valuation: IFRS edition* (6th ed.). Cengage Learning.

⁴⁸ Gatti, S. (2021). *Corporate Finance: Theory and Practice* (5th ed.). Springer.

contabili, così da garantire un punto di partenza affidabile per la ricostruzione del patrimonio netto rettificato.⁴⁹

Rispetto ad altri metodi di valutazione, l'approccio patrimoniale presenta un'elevata oggettività, poiché richiede un numero ridotto di ipotesi soggettive e non implica la stima di flussi di reddito o di cassa futuri. Questo riduce l'incertezza derivante da proiezioni prospettiche e concentra l'analisi sulla consistenza patrimoniale dell'impresa. Tuttavia, il valore ottenuto si fonda su dati storici e statici, rappresentando un'istantanea della situazione patrimoniale dell'azienda al momento della valutazione, senza considerare la sua capacità di generare ricchezza in futuro.⁵⁰

Questa caratteristica rappresenta il principale limite del metodo, che può quindi fornire una stima parziale e non rappresentativa del pieno valore strategico e delle potenzialità dell'impresa. Proprio per questo motivo, il metodo patrimoniale è più indicato per società caratterizzate da grandi capitalizzazioni patrimoniali e da flussi reddituali poco significativi, come imprese immobiliari o *holding* di partecipazioni.⁵¹

All'interno di questa categoria, a seconda che si considerino o meno le attività intangibili, non iscritte in bilancio, vengono distinti metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso.

2.1.1.1 Il metodo patrimoniale semplice

Il modello patrimoniale semplice si basa sulla valutazione analitica delle singole componenti di attivo e passivo che compongono il capitale. L'obiettivo di questo metodo è quello di arrivare alla stima del capitale netto rettificato (K), ovvero il patrimonio netto contabile (attività – passività) calcolato a valori correnti sommato alle rettifiche (positive e negative), ovvero plusvalenze, minusvalenze e oneri fiscali potenziali.⁵²

⁴⁹ Fernández, P. (2019). *Valuation and Common Sense* (5th ed.). Academic Press.

⁵⁰ Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.

⁵¹ Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Egea.

⁵² Gatti, S. (2021). *Corporate Finance: Theory and Practice* (5th ed.). Springer.

Si ottiene che:

$$W = K = PN + (P + M) * (1 - t)$$

con:

- W = valore dell'azienda,
- K = Patrimonio netto rettificato = Patrimonio Netto Contabile $\pm$ Rettifiche

2.1.1.2 Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso comprende la valorizzazione delle attività immateriali anche se non sono iscritti a bilanci. In questo modo viene quantificato il valore all'azienda aggiungendo il valore di beni intangibili specifici.

$$W = K' = K + I$$

con:

- W = valore dell'azienda;
- K = Patrimonio netto rettificato = Patrimonio Netto Contabile $\pm$ Rettifiche;
- I = beni intangibili non contabilizzati

Nel contesto di Netflix, l'utilizzo del metodo patrimoniale risulterebbe poco significativo per una corretta stima del valore aziendale. Questo approccio, infatti, è pensato per realtà in cui il patrimonio materiale rappresenta la principale fonte di ricchezza e dove il valore economico è legato alla consistenza fisica degli *asset*. Netflix, al contrario, è un'impresa digitale il cui modello di business si fonda su risorse immateriali – contenuti proprietari, piattaforma tecnologica, dati degli utenti e *brand* – elementi che difficilmente emergono da una valutazione basata esclusivamente sulla struttura patrimoniale.⁵³

⁵³ Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende* (4^a ed.). Giappichelli.

Un'analisi di questo tipo porterebbe quindi a sottovalutare l'azienda, poiché non considera:

- il ruolo strategico degli *asset* intangibili, che costituiscono oltre il 60% del totale attivo;
- la capacità di generare flussi di cassa futuri derivanti dalla crescita degli abbonamenti e dall'espansione globale;
- la componente di innovazione e *leadership* tecnologica, fondamentale nel determinare il vantaggio competitivo di Netflix.

Di conseguenza, il metodo patrimoniale può tutt'al più essere utilizzato come stima di riferimento minimo (*floor value*) o come strumento complementare in un'analisi multi-metodo. Le metodologie dinamiche, come quelle che vedremo in seguito risultano invece più adatte a riflettere la vera dimensione economica di un'impresa tecnologica e orientata alla crescita come Netflix.⁵⁴

2.1.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale si fonda sull'idea che il valore economico di un'impresa sia strettamente legato alla sua capacità di generare redditi futuri. In quest'ottica, il capitale economico dell'azienda viene stimato come il valore attuale dei flussi reddituali attesi nel tempo. Questo approccio rientra nella categoria dei cosiddetti metodi dei flussi, in cui la valutazione deriva dall'attualizzazione di grandezze economiche o finanziarie future, riportate al momento della stima attraverso un tasso di sconto che riflette il rischio dell'impresa.⁵⁵

Per applicare correttamente questa metodologia è necessario definire alcuni elementi chiave:

⁵⁴ Fernández, P. (2019). *Valuation and Common Sense* (5th ed.). Academic Press.

⁵⁵ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

- una stima dei redditi prospettici, ovvero l'ammontare di risultato economico che l'azienda è in grado di generare nei prossimi anni;
- un orizzonte temporale di previsione, ossia il periodo futuro da considerare nell'analisi;
- un tasso di attualizzazione coerente con il rischio operativo e finanziario dell'impresa;
- un eventuale tasso di crescita di lungo periodo (g), utilizzato per calcolare il cosiddetto *valore terminale*, necessario in presenza di ipotesi di continuità aziendale.⁵⁶

Il metodo reddituale risulta particolarmente indicato in contesti in cui sia possibile formulare previsioni attendibili sui flussi di reddito futuri, il peso degli *asset* patrimoniali tangibili sia limitato rispetto alla capacità dell'impresa di generare profitti e nei casi di aziende che presentino prospettive reddituali rilevanti, che costituiscono il principale *driver* di valore.

L'applicazione pratica del metodo inizia con la determinazione del reddito prospettico (R). Spesso, per semplificare, si utilizza un reddito medio normalizzato, stimato sulla base delle *performance* storiche degli ultimi 3-5 esercizi, opportunamente rettificato per riflettere la situazione futura attesa.

I flussi reddituali possono essere stimati secondo due approcci:

- *Equity side*: considera il reddito disponibile per i soli azionisti, scontando algebricamente gli oneri finanziari. In questo caso il flusso identificato viene attualizzato utilizzando il costo del capitale proprio (K_e).
- *Asset side*: si concentra sul reddito operativo complessivo generato dagli asset aziendali, indipendentemente dalla struttura di finanziamento. L'attualizzazione avviene tramite il costo medio ponderato del capitale (WACC) in maniera da incorporare l'effetto degli oneri finanziari.⁵⁷

⁵⁶ Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Egea.

⁵⁷ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

Infine, è necessario definire se l'analisi debba avere un orizzonte temporale finito (tipico di progetti con durata limitata) oppure illimitato, ipotizzando la continuazione indefinita dell'attività aziendale. In quest'ultimo caso, una parte significativa del valore complessivo è spesso rappresentata dal valore terminale, che sintetizza i flussi attesi oltre il periodo di previsione esplicita.

2.1.2.1 Metodo reddituale con orizzonte temporale indefinito

Viene applicato nei casi in cui si ipotizza che l'attività dell'impresa possa proseguire senza un termine definito e che i redditi generati negli anni futuri siano sostanzialmente stabili e assimilabili a un reddito medio-normale, il valore del capitale economico dell'azienda può essere stimato come una rendita perpetua.⁵⁸

In questo caso, la formula di calcolo è estremamente semplice: il valore dell'impresa (W) è pari al reddito atteso (R) diviso per il tasso di attualizzazione (i), che riflette il rischio del business e il costo opportunità del capitale investito:

$$W = \frac{R}{i}$$

2.1.2.2 Metodo Reddituale con orizzonte temporale finito

In altri casi, è più realistico considerare un arco temporale di previsione limitato, ad esempio 3-5 anni. In questo scenario, la valutazione si ottiene attualizzando i flussi di reddito previsti anno per anno per tutto l'orizzonte temporale scelto.⁵⁹

Alla fine del periodo esplicito di previsione, è possibile stimare il contributo economico degli anni successivi attraverso:

⁵⁸ Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Egea

⁵⁹ Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Egea

- il calcolo di un Valore Terminale, che sintetizza i flussi attesi oltre l'orizzonte analizzato;
- oppure l'utilizzo di un reddito medio rappresentativo dell'intero periodo finito.

La formula generale per il calcolo del valore (W) con orizzonte finito è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

dove:

- R_t = reddito previsto nell'anno t
- I = tasso di attualizzazione,
- n = numero di anni considerati.

Se si assume un reddito costante R per l'intero orizzonte, la formula diventa:

$$W = R * \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$$

Il metodo dei flussi di cassa reddituali è utile per aziende che stanno attraversando una fase di cambiamento, con flussi di reddito non ancora stabilizzati, o quando le previsioni oltre un certo periodo diventano troppo incerte.⁶⁰

A differenza del metodo patrimoniale, il metodo di valutazione reddituale risulta più appropriato per stimare il valore di un'impresa con le caratteristiche di Netflix, poiché tiene conto della sua capacità di generare redditi futuri. Attraverso questo approccio è possibile proiettare i risultati economici degli anni futuri e attualizzarli al momento della valutazione, incorporando l'effetto di variabili fondamentali quali la crescita annua dei ricavi, l'evoluzione dei costi e il livello di margini operativi e la capacità di generare utili stabili nel tempo.⁶¹

⁶⁰ Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende* (4^a ed.). Giappichelli.

⁶¹ Pignataro, G. (2017). *Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision-Making*. Springer.

Nell'applicazione del metodo reddituale ad una realtà dinamica come Netflix risulta più adatta la scelta della prospettiva di orizzonte temporale finito che consente di proiettare i flussi di reddito anno per anno su un orizzonte limitato (3, 5 o 10 anni), per poi calcolare un valore terminale che rifletta la capacità di generare utili oltre il periodo esplicito di previsione. L'orizzonte temporale illimitato risulta essere troppo semplificativo in questo caso in quanto applicabile solo in presenza di flussi reddituali stabilizzati.

Nonostante il metodo reddituale sia più efficace nella stima del valore prospettico di Netflix rispetto al patrimoniale, presenta alcune criticità come: la difficoltà di stimare in modo attendibile redditi futuri in un settore caratterizzato da rapida innovazione e forte concorrenza e il fatto che non consideri direttamente la generazione di flussi di cassa, elemento centrale nella valutazione delle aziende tecnologiche.

Per queste ragioni, il metodo reddituale può rappresentare un utile strumento di analisi, ma nella pratica è spesso affiancato al metodo finanziario (DCF), che offre una visione più completa e focalizzata sulla capacità di produrre liquidità, elemento particolarmente rilevante nel caso di Netflix.

2.1.3 IL METODO MISTO

Il metodo misto patrimoniale-reddituale nasce dall'esigenza di superare i limiti dei metodi puramente patrimoniali e di quelli reddituali, combinandone i principi in un approccio più equilibrato. L'idea di fondo è che il valore di un'impresa non possa essere colto esclusivamente attraverso la consistenza del suo patrimoniale, né soltanto tramite la sua capacità di generare reddito, ma debba piuttosto riflettere entrambe le dimensioni.⁶²

In termini operativi, il metodo misto parte dal patrimonio netto rettificato (K), e vi aggiunge un sovrapprezzo legato all'avviamento (*Goodwill*), che rappresenta la

⁶² Cappiello, A., & Gatti, S. (2006). *La valutazione delle aziende: Metodi e applicazioni*. McGraw-Hill.

capacità dell'impresa di produrre utili futuri superiori alla normale remunerazione del capitale investito. L'avviamento, pertanto, esprime la parte immateriale del valore dell'azienda, legata alla forza competitiva, al marchio, alla clientela fidelizzata e all'efficienza del business.⁶³

La formula di base del metodo misto con l'avviamento è:

$$W = K + GW$$

dove:

- K = patrimonio netto rettificato
- GW = *goodwill*, o avviamento

L'avviamento a sua volta si calcola come valore attuale dei sovra-utili futuri:

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{(U_t - i * K)}{(1 + r)^t}$$

dove:

- U_t = utile atteso nell'anno t
- $i * K$ = utile "normale" attribuibile al capitale investito, calcolato applicando un tasso di remunerazione normale i al patrimonio netto rettificato
- r = tasso di attualizzazione
- n = numeri di anni considerati per la proiezione

Il punto di forza del metodo misto è la sua capacità di rappresentare in maniera più completa l'impresa, valorizzandone tanto la solidità patrimoniale quanto le prospettive reddituali. Tuttavia, esso presenta anche dei limiti: la determinazione dell'avviamento richiede ipotesi spesso soggettive e, inoltre, può risultare meno adatto nei settori caratterizzati da un'elevata componente intangibile, come quello tecnologico e

⁶³ Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende* (4^a ed.). Giappichelli. Scheda editore

digitale, dove gran parte del valore non è facilmente riconducibile né al patrimonio né ai sovra-utigli futuri.

In conclusione, il metodo misto si configura come un approccio intermedio che cerca di integrare le due principali logiche valutative, risultando particolarmente utile nei contesti tradizionali, ma meno efficace laddove la creazione di valore dipende in larga misura da *asset* immateriali difficilmente quantificabili.

2.1.4 IL METODO FINANZIARIO (DCF)

Il metodo finanziario, o metodo dei flussi di cassa scontato (*Discounted Cash Flow*) è considerato, a livello internazionale, uno degli strumenti più completi e affidabili per la valutazione d'impresa. A differenza del metodo reddituale, che si concentra esclusivamente sugli utili contabili, il DCF stima il valore di un'azienda sulla base della capacità di generare flussi di cassa liberi futuri, disponibili per investitori o per tutti i finanziatori dell'impresa.⁶⁴

L'idea alla base è che il valore attuale dell'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa che essa sarà in grado di produrre negli anni a venire, attualizzati attraverso un tasso di sconto che riflette il rischio operativo e finanziario. In altre parole, viene messo in relazione il valore dell'azienda con la sua capacità di produrre un *cash flow* che soddisfi le aspettative degli *shareholders*.⁶⁵

Questo approccio è particolarmente indicato per imprese con prospettive di crescita e modelli di business dinamici, poiché consente di incorporare sia i piani di sviluppo futuri sia l'efficienza nella gestione delle risorse.⁶⁶

⁶⁴ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

⁶⁵ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁶⁶ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2022). *Principles of Corporate Finance* (14th ed.). McGraw-Hill.

Questo metodo prevede la distinzione tra il DCF *Levered* e il DCF *Unlevered*, due approcci distinti per il calcolo differente di flussi di cassa, per cui si considerano i tre elementi fondamentali:

- l'entità del flusso di cassa: il *Free Cash Flow* (FCF)
- l'orizzonte temporale: il periodo di proiezione dei flussi di cassa (solitamente 5-10anni), basato sui piani industriali e previsioni di crescita
- il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa

2.1.4.1 Il Discounted Cash Flow Levered

In questo approccio si adotta la prospettiva *equity side*, nella quale il flusso di cassa calcolato, denominato *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), rappresenta la liquidità effettivamente disponibile per gli azionisti dopo aver sostenuto gli oneri finanziari e rimborsato l'eventuale quota di debito.⁶⁷

I flussi di cassa disponibili per gli azionisti si calcolano come segue:

$$FCFE = \text{Utile Netto} + \text{Ammortamenti} - \Delta \text{CCN} + \Delta \text{Debito Netto} - \text{Capex}$$

dove:

- *Capex* = spese in conto capitale per investimenti fissi
- ΔCCN = variazione del capitale circolante netto
- $\Delta \text{Debito netto}$ = nuovi debiti contratti al netto di eventuali rimborsi

Il tasso di attualizzazione che viene utilizzato è il costo del capitale proprio K_e , calcolato con la formula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che rappresenta il rendimento atteso dagli azionisti.

⁶⁷ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

2.1.4.2 *Il Discounted Cash Flow Unlevered*

I flussi di cassa *asset side*, denominati *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) rappresentano, invece, la liquidità generata dalle attività operative e disponibile per tutti i finanziatori (azionisti e debitori).⁶⁸

Vengono calcolati come segue:

$$FCFF = EBIT * (1 - T) + Ammortamenti - \Delta CCN - Capex$$

dove:

- EBIT = risultato operativo (*Earnings Before Interest and Taxes*)
- T = aliquota fiscale effettiva
- Capex = spese in conto capitale per investimenti fissi
- ΔCCN = variazione del capitale circolante netto

In questo caso il tasso utilizzato per attualizzare gli FCFF è il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ossia il tasso che riflette il costo medio ponderato del capitale proprio e di debito.

$$WACC = \frac{E}{D + E} * K_e + \frac{D}{D + E} * K_d * (1 - T_c)$$

2.1.4.3 *Applicazione del DCF*

Prendendo come esempio l'utilizzo dell'approccio *asset side*, quindi dei FCFF, il valore dell'impresa EV (*Enterprise Value*) è calcolato come:

⁶⁸ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

dove:

- $FCFF_t$ = flusso di cassa libero nell'anno t
- $WACC$ = tasso di attualizzazione
- n = orizzonte temporale esplicito
- TV = *terminal value*

Il *Terminal Value* rappresenta una parte significativa del valore complessivo dell'impresa, è dato dalla stima del valore economico generato dall'azienda oltre l'orizzonte temporale di previsione esplicita. In altre parole, il TV sintetizza tutti i flussi di cassa futuri successivi al periodo di analisi dettagliata, assumendo che l'impresa continui a operare a tempo indefinito.

Il *Terminal Value* può essere calcolato tramite il metodo della crescita perpetua (*Gordon Growth Model*):

$$TV = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g}$$

Tra i metodi di valutazione descritti, il *Discounted Cash Flow* (DCF) si configura come l'approccio più idoneo per stimare il valore economico di Netflix. La sua efficacia deriva dalla capacità di considerare in modo diretto la generazione di flussi di cassa liberi, elemento cardine nella creazione di valore di una società tecnologica caratterizzata da rapida crescita e continuo sviluppo. Netflix presenta infatti un modello di business altamente scalabile, in cui l'espansione della base di abbonati contribuisce in maniera significativa all'aumento dei ricavi e dei margini operativi. A questo si aggiunge l'elevato livello di investimenti in contenuti originali, che rende fondamentale un'analisi puntuale dei flussi di cassa legati alla produzione e distribuzione, nonché la presenza di importanti *asset* intangibili – come la piattaforma tecnologica, i dati sugli utenti e il valore del *brand* – che emergono in modo più evidente osservando la capacità di generare liquidità piuttosto che il solo risultato

reddituale. L'approccio DCF consente di integrare tali dinamiche risultando più adatto rispetto agli altri metodi a catturare il valore fondamentale del business. Tuttavia, la sua affidabilità dipende in modo significativo dalle previsioni e dalla capacità di stimare correttamente le variabili chiave (flussi di cassa, crescita di lungo periodo e costo del capitale), motivo per cui, nella prassi professionale, viene spesso affiancato da analisi di sensitività e da metodi alternativi di valutazione – come il metodo dei multipli – a supporto.⁶⁹

2.1.5 IL METODO DEI MULTIPLI

Il metodo dei multipli, noto anche come metodo di valutazione relativa, si basa sul principio che aziende simili – per dimensioni, settore e *performance* – dovrebbero presentare valutazioni confrontabili. Con tale approccio, il valore di un'azienda non viene stimato in modo assoluto, ma derivato dal confronto con società comparabili, utilizzando indicatori sintetici detti multipli. Questi sono rapporti finanziari standardizzati che mettono in relazione il valore di mercato dell'impresa (*equity* o *entreprise value*) con variabili economiche-finanziarie come l'utile netto, l'EBITDA e le vendite, fornendo così una misura semplice e immediata del posizionamento dell'azienda rispetto ai peer di riferimento.

All'interno di questa metodologia, è possibile distinguere i multipli in due principali categorie: multipli *equity side* e multipli *asset side*.

1. I multipli *equity side* mettono in relazione il valore del capitale proprio (*market capitalization*) con una variabile reddituale o patrimoniale per gli azionisti. Un esempio classico è il multiplo *Price/Earnings* (P/E), che rapporta il prezzo di mercato delle azioni all'utile netto per azione, o il *Price/Book Value* (P/BV), che collega il prezzo dell'*equity* al valore contabile del patrimonio netto. Altre grandezze comunemente utilizzate sono gli utili, *net asset value* (patrimonio netto a valori correnti) e i dividendi.

⁶⁹ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

2. I multipli *asset side* correlano l'*Enterprise Value* (EV), cioè il valore complessivo dell'impresa (*equity* più debito netto), a grandezze operative come l'EBIT, l'EBITDA o il fatturato (EV, EBIT, EV/ EBITDA, EV/Sales). Si tratta di multipli indipendenti dalla struttura finanziaria dell'azienda, in quanto considerano il valore generato dagli *asset* operativi a prescindere dal mix tra capitale di debito e capitale proprio.⁷⁰

La scelta tra multipli *equity* o *asset side* dipende dal tipo di valutazione e dal livello di comparabilità desiderato: i multipli *equity side* sono utili per analizzare il rendimento specifico per azionisti, mentre quelli *asset side* consentono un confronto più neutrale tra società con strutture di capitale differenti.⁷¹

Per quanto riguarda la procedura di applicazione del metodo dei multipli questa si articola in una serie di passaggi:

1. Selezione del campione comparabile (“peer group”)

Si individuano aziende operanti nello stesso settore, con dimensioni simili, mix dell'offerta di prodotti e modelli di business affini. La scelta dovrebbe includere un numero sufficiente di società, idealmente tra le 5 e le 10. Questa è la parte più importante del processo in cui si costruisce un campione omogeneo rispetto all'impresa oggetto di valutazione.

2. Scelta dei multipli appropriati

In funzione del business di riferimento in cui opera la società oggetto di valutazione e alla fase di sviluppo in cui essa si trova, alcuni multipli potrebbero risultare più significativi di altri nel descrivere la capacità dell'azienda di generare valore. Per questo motivo, nella prassi si seleziona un insieme di indicatori ritenuti più significativi, tra cui i più diffusi sono il *Price/Earnings* (P/E), l'*Enterprise Value/EBITDA* (EV/EBITDA) e l'*Enterprise Value/Sales* (EV/Sales).

⁷⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁷¹ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

3. Calcolo dei multipli per ciascun comparabile

Prima di effettuare la stima del multiplo medio di settore è necessaria una fase in cui si estraggono e si calcolano i multipli delle aziende *peer*, basandosi su dati finanziari recenti (*current*, ultimo bilancio disponibile), storici (*trailing*, ultimi 12 mesi), o previsionali (*leading*, risultati attesi per i prossimi 12 mesi), per stimare i valori di mercato.

4. Aggregazione dei multipli di riferimento

Si calcolano medie, mediane o percentili (es. 25°-75°), escludendo eventuali *outliers*, per ottenere multipli rappresentativi del mercato di riferimento.

5. Applicazione dei multipli all'azienda target

Il multiplo aggregato (ad esempio la media) viene applicato ai dati dell'azienda oggetto di valutazione per stimarne il valore d'impresa (EV) o il valore dell'*equity*, a seconda della natura del multiplo. Ad esempio, un EV/EBITDA medio viene moltiplicato per l'EBITDA del *target* per ottenere il valore d'impresa.⁷²

Una volta individuato il valore emergente dai multipli va interpretato nel contesto del mercato, valutando se l'impresa appare sopra o sottovalutata rispetto ai *peer*. Il risultato ottenuto tramite i multipli viene spesso confrontato con stime derivanti da altri metodi in maniera da definire un intervallo attendibile di valore.

Questo modello di valutazione risulta correttamente applicabile al caso di Netflix grazie alla natura del settore in cui opera e alla disponibilità di un ampio insieme di società comparabili. Trattandosi di un'azienda quotata attiva nel comparto media e intrattenimento digitale, Netflix condivide caratteristiche economico-finanziarie con altri *player* globali, il che rende possibile individuare un *peer group* di *comparables* significativi ai fini dell'analisi. Tuttavia, l'elevata volatilità che caratterizza il settore tecnologico e le forti aspettative di crescita incorporate nei prezzi di mercato

⁷² Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.

comportano una componente di soggettività e rischio nei multipli utilizzati, che può dar luogo a scostamenti anche rilevanti rispetto al valore intrinseco dell'impresa.⁷³

Nel complesso, il metodo dei multipli rappresenta uno strumento efficace di valutazione, utile per il confronto e per una validazione esterna delle stime ottenute. Affinché poi la valutazione risulti più attendibile, è opportuno affiancare questo approccio a metodi di tipo assoluto come il metodo finanziario, DCF.⁷⁴

2.2 LA VALUTAZIONE NEL SETTORE TECNOLOGICO E MEDIA: PECULIARITÀ E SFIDE

Il settore tecnologico & *media* presenta caratteristiche strutturali che rendono la valutazione aziendale particolarmente complessa. La forte presenza di *asset* immateriali, la rapida evoluzione di business e la centralità dell'innovazione sono tutti elementi che riducono l'efficacia dei tradizionali approcci basati su dati storici o patrimoniali.⁷⁵

In particolare, imprese come Netflix si distinguono per un modello fortemente scalabile e per un'intensa attività di investimento in contenuti, R&S e costruzione del *brand* che rendono poco efficace l'utilizzo di metodi patrimoniali. Inoltre, un'ulteriore peculiarità del settore riguarda l'elevata incidenza di intangibili, come algoritmi proprietari, contenuti originali, dati degli utenti e tecnologie esclusive che rappresentano gran parte del valore effettivo dell'impresa. A fronte di ciò, l'approccio più coerente e adatto è rappresentato dal metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF), in grado di integrare e valorizzare dinamiche prospettiche tipiche del settore *tech* e *media*.

D'altro canto, un'ulteriore sfida è rappresentata dall'elevata volatilità dei titoli quotati del settore, che rende i metodi basati su multipli di mercati meno stabili e più sensibili alle aspettative, alle mode del momento e alle dinamiche speculative. La valutazione

⁷³ Pignataro, G. (2017). *Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision-Making*. Springer.

⁷⁴ Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.

⁷⁵ Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.

tende quindi a riflettere più il *sentiment* del momento che il reale valore fondamentale dell'azienda, motivo per cui richiedono cautela interpretativa.⁷⁶

In sintesi, nel settore tecnologico e *media* la valutazione richiede un approccio consapevole, che tenga conto non solo di dati quantitativi, ma anche di elementi qualitativi e corrette considerazioni difficilmente misurabili. Per questo motivo, nel capitolo successivo dedicato al calcolo della valutazione di Netflix verranno applicati congiuntamente il metodo DCF (con l'uso di scenari alternativi) e il metodo dei multipli, ritenuti i più adatti per cogliere la complessità e la dinamicità della realtà aziendale di Netflix, per arrivare ad una stima il più possibile realistica e coerente con la natura dell'impresa.⁷⁷

3. METODI DI VALUTAZIONE APPLICATI A NETFLIX

Dopo aver presentato i principali metodi di valutazione aziendale nel precedente capitolo, il presente ne prevede l'applicazione pratica al caso di studio Netflix. L'analisi si articolerà in più fasi. In primo luogo, verranno raccolti e riclassificati i dati storici di bilancio relativi al periodo 2020-2024, che costituiranno la base informativa per le successive proiezioni prospettiche dei flussi di cassa liberi (FCFF). In seguito, verrà applicato il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF), che richiederà la stima di variabili fondamentali quali il tasso di attualizzazione e il valore terminale. Parallelamente, sarà adottato il metodo dei multipli, che presuppone l'individuazione di un *peer group* di riferimento e dei multipli più idonei a rappresentare il settore di appartenenza.⁷⁸

Il confronto dei risultati ottenuti tramite i due approcci consentirà di evidenziare eventuali divergenze e di interpretarne le cause alla luce delle specificità del modello di business di Netflix e del contesto competitivo in cui opera. Tale confronto costituirà

⁷⁶ Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.

⁷⁷ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁷⁸ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

la base per le riflessioni conclusive in merito alla differenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato, tema centrale della presente tesi.⁷⁹

3.1 LA BASE INFORMATIVA

La fase preliminare di ogni processo valutativo consiste nella raccolta e nell'analisi dei dati storici dell'impresa, che costituiscono la componente oggettiva e la base informativa indispensabile per elaborare proiezioni solide e attendibili. Nel caso di Netflix, in quanto società quotata, è stato possibile reperire i bilanci consolidati direttamente dal sito ufficiale dell'azienda, selezionando il periodo utile 2020-2024. L'esame di tali documenti ha permesso di individuare i principali *trend* economici e patrimoniali, oltre a valutare la solidità finanziaria della società e la sua capacità di generare flussi di cassa.

3.1.1 IL CONTO ECONOMICO

Di seguito si riporta il conto economico consolidato di Netflix relativo al periodo 2020-2024, estratto dai bilanci ufficiali dell'azienda (Netflix, Inc., 2021; 2022; 2023; 2024), utile a evidenziare l'andamento dei principali aggregati economici e la loro evoluzione nel tempo.

In thousands	Year Ended December 31,					
	2020	2021	2022	2023	2024	
Revenues	\$ 24.996.056	\$ 29.697.844	\$ 31.615.550	\$ 33.723.297	\$ 39.000.966	
Cost of revenues	15.276.319	17.332.683	19.168.285	19.715.368	21.038.464	
Sales and marketing	2.228.362	2.545.146	2.530.502	2.657.883	2.917.554	
Technology and development	1.829.600	2.273.885	2.711.041	2.675.758	2.925.295	
General and administrative	1.076.486	1.351.621	1.572.891	1.720.285	1.702.039	
Operating income	4.585.289	6.194.509	5.632.831	6.954.003	10.417.614	
Other income (expense):						
Interest expense	-767.499	-765.620	-706.212	-699.826	-718.733	
Interest and other income (expense)	-618.441	411.214	337.310	-48.772	266.776	
Income before income taxes	3.199.349	5.840.103	5.263.929	6.205.405	9.965.657	
Provision for income taxes	-437.954	-723.875	-772.005	-797.415	-1.254.026	
Net income	\$ 2.761.395	\$ 5.116.228	\$ 4.491.924	\$ 5.407.990	\$ 8.711.631	

Tabella 4.1 – Estratto di conto economico consolidato di Netflix (2020-2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

⁷⁹ Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The use of valuation models by UK investment analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503–535.

Nel periodo considerato, i ricavi di Netflix sono passati da circa 24,9 miliardi di USD nel 2020 a oltre 39,0 miliardi di USD nel 2024, con un tasso annuo medio di crescita del 11,9%. Parallelamente l'EBIT è aumentato da circa 4,6 miliardi nel 2020 a oltre 10 miliardi nel 2024, riflettendo il progressivo miglioramento dei margini operativi.

La seguente tabella riassume i principali indicatori economici:

	2020	2021	2022	2023	2024	medio
Crescita Revenues %		18,8%	6,5%	6,7%	15,6%	11,9%
Crescita Operating income (EBIT) %		35,1%	-9,1%	23,5%	49,8%	24,8%
EBIT margin	18,3%	20,9%	17,8%	20,6%	26,7%	21,5%
Net income margin	11,0%	17,2%	14,2%	16,0%	22,3%	17,5%

Tabella 4.2 – Indicatori di performance di Netflix (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

3.1.2 LO STATO PATRIMONIALE

Di seguito si presenta lo stato patrimoniale consolidato di Netflix per il periodo 2020-2024, che consente di analizzare la composizione delle attività e delle passività della società, con particolare attenzione al peso degli investimenti in contenuti e alla struttura del capitale.

In thousands	As of December 31,				
	2020	2021	2022	2023	2024
Assets					
Current assets					
Cash and cash equivalents	\$ 8.205.550	\$ 6.027.804	\$ 5.147.176	\$ 7.116.913,00	\$ 7.804.733
Short-term investments	0	0	911.276	20.973	1.779.006
Other current assets	1.556.030	2.042.021	3.208.021	2.780.247	3.516.640
Total current assets	9.761.580	8.069.825	9.266.473	9.918.133	13.100.379
Content assets, net	25.383.950	30.919.539	32.736.713	31.658.056	32.452.462
Property and equipment, net	960.183	1.323.453	1.398.257	1.491.444	1.593.756
Other non-current assets	3.174.646	4.271.846	5.193.325	5.664.359	6.483.777
Total assets	\$ 39.280.359	\$ 44.584.663	\$ 48.594.768	\$ 48.731.992	\$ 53.630.374
Liabilities and Stockholders' Equity					
Current liabilities:					
Current content liabilities	\$ 4.429.536	\$ 4.292.967	\$ 4.480.150	\$ 4.466.470	\$ 4.393.681
Accounts payable	656.183	837.483	671.513	747.412	899.909
Accrued expense and other liabilities	1.102.196	1.449.351	1.514.650	1.803.960	2.156.544
Deferred revenue	1.117.992	1.209.342	1.264.661	1.442.969	1.520.813
Short-term debt	499.878	699.823	0	399.844	1.784.453
Total current liabilities	7.805.785	8.488.966	7.930.974	8.860.655	10.755.400
Non-current content liabilities	2.618.084	3.094.213	3.081.277	2.578.173	1.780.806
Long-term debt	15.809.095	14.693.072	14.353.076	14.143.417	13.798.351
Other non-current liabilities	1.982.155	2.459.164	2.452.040	2.561.434	2.552.250
Total liabilities	28.215.119	28.735.415	27.817.367	28.143.679	28.886.807
Commitments and contingencies					
Stockholders' equity:					
Preferred stock, \$0.001 per value; 10,000,000 shares authorized at December 31, 2024 and December 31, 2023; no shares issued and outstanding at December 31, 2024 and December 31, 2023	0	0	0	0	0
Common stock, \$0.001 per value; 4,990,000,000 shares authorized at December 31, 2024 and December 31, 2023; 427,757,100 and 432,759,584 issued and outstanding at December 31, 2024 and December 31, 2023, respectively	3.447.698	4.024.561	4.637.601,00	5.145.172	6.252.126
Treasury stock at cost (25,953,460 and 16,078,268 shares at December 31, 2024 and December 31, 2023)	0	-824.190	-824.190,00	-6.922.200	-13.171.638
Accumulated other comprehensive income (loss)	44.398	-40.495	-217.306,00	-223.945	362.162
Retained earnings	7.573.144	12.689.372	17.181.296,00	22.589.286	31.300.917
Total stockholders' equity	11.065.240	15.849.248	20.777.401,00	20.588.313	24.743.567
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 39.280.359	\$ 44.584.663	\$ 48.594.768	\$ 48.731.992	\$ 53.630.374

Tabella 4.3 – Estratto di stato patrimoniale consolidato (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

Dal lato patrimoniale, le attività totali di Netflix sono cresciute costantemente, trainate principalmente dagli investimenti in contenuti (*content assets*), che rappresentano la componente prevalente ed intangibile dell'attivo.⁸⁰

	2020	2021	2022	2023	2024
Content assets, net	25.383.950	30.919.539	32.736.713	31.658.056	32.452.462
Crescita content assets, net %		21,8%	5,9%	-3,3%	2,5%
Content assets/ Total assets	65%	69%	67%	65%	61%

Tabella 4.4 – Indicatori investimenti in contenuti Netflix (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

Sul fronte del passivo, l'azienda presenta una struttura finanziaria caratterizzata da un ricorso significativo al debito, che nel 2020 ammontava a circa 16,3 miliardi di USD. Negli anni seguenti, Netflix ha progressivamente rafforzato la propria posizione finanziaria, riducendo l'incidenza del debito sul capitale investito grazie all'aumento dei flussi di cassa operativi.

	2020	2021	2022	2023	2024
Short-term debt	499.878	699.823	0	399.844	1.784.453
Long-term debt	15.809.095	14.693.072	14.353.076	14.143.417	13.798.351
Total debt	16.308.973	15.392.895	14.353.076	14.543.261	15.582.804

Tabella 4.5 – Evoluzione del debito di Netflix (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

Di seguito vengono riportati i principali indicatori patrimoniali selezionati:

	2020	2021	2022	2023	2024	media
Debt / Equity ratio	1,47	0,97	0,69	0,71	0,63	0,89
Debt / EBIT	3,56	2,48	2,55	2,09	1,50	2,44
Current ratio	1,25	0,95	1,17	1,12	1,22	1,14
Weight of content assets	65%	69%	67%	65%	61%	65%
PFN	8.103.423	9.365.091	9.205.900	7.426.348	7.778.071	

Tabella 4.6 – Indicatori patrimoniali e finanziari selezionati di Netflix (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

3.1.3 IL RENDICONTO FINANZIARIO

A completamento dell'analisi, viene riportato anche il rendiconto finanziario, utile a valutare la capacità di Netflix di generare liquidità operativa e di sostenere gli

⁸⁰ Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

investimenti, oltre che a comprendere l'evoluzione della posizione finanziaria netta nel periodo considerato.

In thousands	Year Ended December 31,				
	2020	2021	2022	2023	2024
Cash Flows from operating activities:					
Net income	\$ 2,761,395	\$ 5,116,228,00	\$ 4,491,924,00	\$ 5,407,990,00	\$ 8,711,631,00
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operating activities					
Additions to content assets	-11,779,284	-17,702,202	-16,839,038	-12,554,703	-16,223,617
Change in content liabilities	-757,433	232,898	179,310	-585,602	-779,135
Amortization of content assets	10,806,912	12,230,367	14,026,132	14,197,437	15,301,517
Depreciation and amortization of property, equipment and intangibles	115,710	208,412	336,682	356,947	328,914
Stock-based compensation expense	415,180	403,220	575,452	339,368	272,588
Foreign currency remeasurement loss (gain) on debt	533,278	-430,661	-353,111	176,296	-121,539
Other non-cash items	293,126	376,777	533,543	512,075	494,778
Deferred income taxes	70,066	199,548	-166,550	-459,359	-590,698
Changes in operating assets and liabilities:					
Other current assets	-187,623	-369,681	-353,834	-181,003	22,180
Accounts payable	-41,605	145,115	-158,543	93,502	121,353
Accrued expense and other liabilities	198,183	180,338	-55,513	103,565	191,899
Deferred revenue	193,247	91,350	27,356	178,708	77,844
Other non-current assets and liabilities	-194,075	-289,099	-217,553	-310,920	-446,351
Net cash provided by operating activities	2,427,077	392,610	2,026,257	7,274,301	7,361,364
Cash flows from investing activities:					
Purchases of property and equipment	-497,923	-524,585	-407,729	-348,552	-439,538
Acquisitions	-7,431	-26,919	0	0	0
Purchases	0	-788,349	-757,387	-504,862	-1,742,246
Proceeds from maturities of investments	0	0	0	139,516	0
Net cash provided by (used in) investing activities	-505,354	-1,339,853	-2,076,392	541,751	-2,181,784
Cash flows from financing activities:					
Proceeds from issuance of debt	1,009,464	0	0	0	1,794,460
Debt issuance costs	-7,559	0	0	0	-400,000
Repayments of debt	0	-500,000	-700,000	169,990	832,887
Proceeds of common stock	235,406	174,414	35,746	-6,045,347	-6,263,746
Repurchases of common stock	0	-600,022	0	0	-8,285
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	0	-224,168	0	-75,446	-29,743
Net cash provided by (used in) financing activities	1,237,311	-1,149,776	-664,254	-5,950,803	-4,074,427
Effect of exchange rate changes on cash, cash equivalents and restricted cash	36,050	-86,740	-170,140	82,684	\$ -416,331,00
Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	3,159,034	-2,097,019	-714,389	1,865,249,00	1,105,153,00
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning of the year	5,043,786	8,238,870	6,055,111	5,170,582	7,118,515
Cash, cash equivalents and restricted cash, end of the year	\$ 8,238,870,00	\$ 6,055,111,00	\$ 5,170,582,00	\$ 7,118,515,00	\$ 7,807,337,00
Supplemental disclosure:					
Income taxes paid	\$ 811,720	\$ 509,265	\$ 811,720	\$ 1,154,973	\$ 1,641,530
Interest paid	701,693	763,432	701,693	684,504	674,502

Tabella 4.7 – Estratto di rendiconto finanziario consolidato di Netflix (2020–2024) Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

Il prospetto dei flussi di cassa mostra un'azienda in crescita e con una struttura finanziaria solida. I flussi derivanti dalle attività operative risultano in aumento costante: i flussi passano da circa 2,4 miliardi di USD nel 2020 a oltre 7 miliardi di USD nel 2024, sostenuti dall'incremento dell'utile netto e da forti ammortamenti legati agli investimenti in contenuti e *asset*.⁸¹

Sul fronte degli investimenti, i flussi restano sempre negativi, riflettendo la necessità strutturale di sostenere spese elevate, in particolare per contenuti e infrastrutture, fondamentali per mantenere competitività e crescita.

Dal lato del finanziamento, si osservano andamenti altalenanti: negli anni centrali la società ha fatto un uso intensivo della liquidità per riacquisti di azioni proprie

⁸¹ Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

(*buyback*), restituendo valore agli azionisti, mentre nel 2024 torna a raccogliere debito, probabilmente per sostenere nuovi investimenti o mantenere flessibilità finanziaria. Nel complesso, la cassa finale rimane abbondante lungo tutto il periodo, segnalando una gestione prudente e bilanciata: l'azienda investe e remunera gli azionisti, ma allo stesso tempo mantiene un livello elevato di liquidità.⁸²

3.2 VALUTAZIONE COL METODO FINANZIARIO (DCF)

3.2.1 CALCOLI, IPOTESI E RISULTATI

3.2.1.1 *Stima dei flussi di cassa*

L'applicazione del metodo finanziario richiede lo svolgimento di una serie di fasi, ciascuna descritta in seguito.

Un elemento preliminare fondamentale riguarda la scelta dell'approccio valutativo: *equity side* (FCFE) oppure *asset side* (FCFF). In questo lavoro si è optato per l'approccio *asset side*, ritenuto più appropriato per la valutazione di società quotate, caratterizzate da strutture finanziarie articolate e da un rilevante livello di indebitamento.⁸³

Il primo passo operativo consiste nella ricostruzione dei flussi di cassa storici (2020-2024), che, insieme alle prospettive di crescita del settore, costituiranno la base per l'elaborazione di uno scenario previsionale riferito al quinquennio 2025-2029.⁸⁴

Il seguente schema riporta i flussi di cassa storici – FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) – costruiti dal 2020 al 2024 secondo la formula:

$$FCFF = EBIT * (1 - tax\ rate) + D\&A - \Delta NWC - Capex$$

⁸² Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

⁸³ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁸⁴ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

In thousands

	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	4.585.289	6.194.509	5.632.831	6.954.003	10.417.614
Income before income taxes	3.199.349	5.840.103	5.263.929	6.205.405	9.965.657
Provision for income taxes	437.954	723.875	772.005	797.415	1.254.026
Tax rate	13,7%	12,4%	14,7%	12,9%	12,6%
NOPAT	3.957.616	5.426.706	4.806.723	6.060.391	9.106.716
D&A	10.922.622	12.438.779	14.362.814	14.554.384	15.630.431
Change in NWC	-537.448	-786.484	-167.134	-556.778	-368.916
CAPEX (tangible&intangible)	13.034.640	17.993.889	17.067.457	13.488.857	17.442.290
FCFF	2.383.046	658.080	2.269.214	7.682.696	7.663.773

Tabella 4.8 – Calcolo del *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) di Netflix (2020-2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

Il passo successivo prevede la ricostruzione delle proiezioni dei flussi di cassa, basata su una serie di parametri chiave rapportati ai ricavi, così da garantire coerenza e confrontabilità lungo l’arco temporale considerato. La scelta di parametrare le principali grandezze economico-finanziarie al fatturato risponde all’esigenza di costruire un modello previsionale flessibile e facilmente adattabile. I ricavi rappresentano infatti il principale “*driver*” dell’espansione e dello sviluppo del business, da cui dipendono la marginalità operativa, la dinamica del capitale circolante, il fabbisogno di investimenti e, in ultima analisi, la capacità di generare cassa. Esprimere le diverse voci in termini di incidenza sul fatturato assicura proporzionalità e coerenza tra le grandezze operative, evitando distorsioni legate a valori assoluti, e al contempo semplifica le proiezioni, mantenendo un legame diretto tra la crescita delle vendite e la generazione di flussi di cassa. Inoltre, in questo modo, il modello risulta adattabile a scenari alternativi di crescita, poiché le variazioni dei ricavi si riflettono proporzionalmente sulle altre variabili.⁸⁵

In primo luogo, per quanto riguarda la dinamica dei ricavi, si è adottata un’ipotesi di crescita decrescente lineare, modellata attraverso una formula che riduce progressivamente il tasso di crescita dal valore iniziale, fino a raggiungere un tasso di lungo periodo più sostenibile. In particolare, il tasso iniziale (18% nel 2025, percentuale di crescita mostrata nel primo semestre) viene progressivamente ridotto di un ammontare costante ogni anno, fino a convergere ad un valore finale pari al 3% nel 2030. Tale approccio, ottenuto applicando la formula:

⁸⁵ Penman, S. H. (2021). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (6th ed.). McGraw-Hill.

$$g_t = g_{iniziale} - \frac{(g_{iniziale} - g_{finale})}{N}$$

dove:

- $g_{iniziale}$ = tasso di crescita osservato nell'ultimo anno storico
- g_{finale} = tasso di crescita di lungo termine
- N = numero di anni dell'orizzonte previsionale

riflette il naturale rallentamento della crescita aziendale e risulta coerente con i modelli previsivi multistadio adottati nella letteratura, garantendo al tempo stesso semplicità e trasparenza nelle ipotesi di proiezione.⁸⁶

Il tasso di lungo periodo si fonda sulla combinazione tra inflazione attesa ($\approx 2\%$) e crescita reale del PIL ($\approx 1\%$). Nel caso di Netflix, il valore è giustificato dal forte posizionamento competitivo, dal *brand* globale e dalle stime di crescita del settore M&E previste per il prossimo quinquennio.⁸⁷

	2020	2021	2022	2023	2024	media	media ultimi 3 anni
Crescita Revenues %		18,81%	6,46%	6,67%	15,65%	11,90%	9,59%
Tax rate	13,69%	12,39%	14,67%	12,85%	12,58%	13,12%	13,37%
EBIT / Revenues	18,34%	20,86%	17,82%	20,62%	26,71%	20,87%	21,72%
D&A / Revenues	43,70%	41,88%	45,43%	43,16%	40,08%	42,85%	42,89%
Change in NWC / Revenues	-2,15%	-2,65%	-0,53%	-1,65%	-0,95%	-1,58%	-1,04%
Capex (tangible&intangible) / Revenues	52,15%	60,59%	53,98%	40,00%	44,72%	50,29%	46,24%

Tabella 4.9 - Parametri storici per la proiezione delle variabili economiche di Netflix (2020–2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2020-2024

L'EBIT in rapporto ai ricavi nel 2024 evidenzia una marginalità operativa del 26,71%, attesa in crescita fino al 29,5% secondo le stime fornite dalla società. Per il periodo 2026–2029 si adotta la stessa logica utilizzata per il tasso di crescita dei ricavi, ipotizzando una decrescita lineare fino a raggiungere, nel 2030, un valore di lungo termine pari al 25%.

Per le altre variabili si è preso come riferimento il triennio storico, così da disporre di stime aggiornate e coerenti con l'andamento attuale del business. In particolare:

⁸⁶ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley.

⁸⁷ PwC Italia. (2025). *PwC Global Entertainment & Media Outlook 2025-2029* [Report]. PwC. <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/CS-Global-Entertainment-Media-Outlook-2025-2029.pdf>

l'aliquota fiscale risulta pari al 13,37%; le spese di ammortamento e svalutazione (*D&A*) incidono mediamente per il 43% sui ricavi, riflettendo l'intensità degli investimenti sostenuti; la variazione del capitale circolante netto (*Change in NWC*) presenta un'incidenza media negativa dell'1%, traducendosi in un rilascio di liquidità e quindi in un contributo positivo alla generazione di cassa operativa. Infine, gli investimenti in *asset* tangibili e intangibili (*CAPEX*) risultano particolarmente rilevanti, con un'incidenza media del 46% sui ricavi, a testimonianza della forte intensità di capitale necessaria a supportare la crescita.⁸⁸

Sulla base di tali *driver*, la ricostruzione dei flussi di cassa previsionali è la seguente:

In thousands

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Revenues	39.000.966	46.021.140	52.924.311	59.275.228	64.609.999	68.486.599	70.541.197
Revenues growth	15,65%	18,00%	15,00%	12,00%	9,00%	6,00%	3,00%
EBIT	10.417.614	13.576.236	15.136.353	16.419.238	17.315.480	17.738.029	17.635.299
% of revenues	26,71%	29,50%	28,60%	27,70%	26,80%	25,90%	25,00%
Tax rate	12,58%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%
NOPAT	9.106.716	11.761.557	13.113.140	14.224.547	15.000.992	15.367.061	15.278.062
D&A	15.630.431	19.737.680	22.698.332	25.422.132	27.710.124	29.372.731	30.253.913
% of revenues	40,08%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%
Change in NWC	-368.916	-479.476	-551.397	-617.565	-673.145	-713.534	-734.940
% of revenues	-0,95%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%
CAPEX (tangible&intangible)	17.442.290	21.277.984	24.469.682	27.406.044	29.872.588	31.664.943	32.614.891
% of revenues	44,72%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%
FCFF	7.663.773	10.700.729	11.893.187	12.858.200	13.511.673	13.788.383	13.652.024

Tabella 4.3 - Tabella 4.10 – *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) previsionali di Netflix (2025–2031). Fonte: Elaborazione propria

I *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) mostrano una generazione di cassa positiva in progressivo rafforzamento passando da circa 7,7 miliardi di USD nel 2025 a oltre 13 miliardi di USD nel 2029, a conferma della sostenibilità della crescita prevista e della capacità dell'impresa di autofinanziare gli investimenti futuri.⁸⁹

3.2.1.2 Determinazione del WACC

Il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) rappresenta il tasso di attualizzazione utilizzato nell'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) *asset side*.

⁸⁸ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

⁸⁹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

Esso riflette il rendimento minimo atteso dagli investitori complessivi dell'impresa, tenendo conto della struttura finanziaria e della rischiosità del business. In altri termini, il WACC misura il costo opportunità del capitale impiegato e costituisce il parametro di riferimento per determinare il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati dall'azienda.⁹⁰

Il calcolo del WACC prevede la combinazione ponderata del costo delle fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia il capitale di rischio (*Cost of Equity*, Ke) ed il capitale di debito (*Cost of Debt*, Rd), al netto dell'effetto fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi.⁹¹ La formula generale è la seguente:

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Rd * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

dove:

- E = valore del capitale proprio (*Equity*)
- D = valore del debito (*Debt*)
- Ke = costo del capitale proprio
- Rd = costo del debito
- t = aliquota fiscale effettiva

3.2.1.2.1 Il costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio viene generalmente stimato tramite il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo la formula:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

dove:

- Rf (*Risk free*) rappresenta il tasso privo di rischio, solitamente i titoli governativi a lunga scadenza, considerati come gli investimenti più sicuri disponibili sul mercato;

⁹⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁹¹ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

- β (beta), misura la sensibilità del titolo rispetto al mercato e riflette la rischiosità sistematica del business;
- $R_m - R_f$ (Return of the market – Risk free), detto anche ERP (Equity Risk Premium), è il premio per il rischio di mercato, ovvero il rendimento extra richiesto dagli investitori per detenere azioni piuttosto che titoli privi di rischio.⁹²

Un passaggio cruciale nella stima del capitale proprio tramite il modello CAPM riguarda l'individuazione del tasso privo di rischio (R_f). Per essere coerente con la definizione, tale parametro deve soddisfare due condizioni: (i) assenza rischio di *default*; (ii) assenza di rischio di reinvestimento, cioè la possibilità di utilizzare un titolo con durata sufficiente a coprire l'orizzonte temporale dell'analisi.⁹³

Nella prassi professionale, la scelta ricade comunemente su titoli di Stato a lunga scadenza emessi da Paesi considerati finanziariamente solidi. Nel caso specifico di Netflix, società statunitense quotata al NASDAQ, la scelta più idonea è rappresentata dal *Treasury bond* USA a 10 anni, che risponde a entrambi i requisiti sopra indicati: da un lato, la solvibilità del Tesoro statunitense assicura la minimizzazione del rischio di *default*; dall'altro, la scadenza decennale garantisce coerenza con l'orizzonte temporale pluriennale del modello DCF.⁹⁴

Alla data della ricerca (agosto 2025), il rendimento del *Treasury* decennale statunitense, estrapolato da *Refinitiv*, risulta pari al 4,26% e sarà assunto come tasso *risk-free* di riferimento per la valutazione.⁹⁵

Un altro parametro fondamentale per la determinazione del costo del capitale proprio attraverso il modello CAPM è l'*Equity Risk Premium*, ossia la differenza tra l'*Expected Market Return* e il tasso privo di rischio. Esso rappresenta il premio al rischio sistematico del mercato e varia in funzione del contesto macroeconomico e delle condizioni dei mercati finanziari.

⁹² Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

⁹³ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill.

⁹⁴ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁹⁵ Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — U.S. 10-Year Treasury Bond Yields. Refinitiv.

Per la valutazione di Netflix si è fatto riferimento alla stima aggiornata a luglio 2025 elaborata da Aswath Damodaran, che costituisce un *benchmark* largamente riconosciuto sia in ambito accademico sia nella prassi professionale. L'*Equity Risk Premium* (ERP), pari al 4,46%, è stato calcolato come differenza tra il rendimento atteso dell'S&P 500 (8,45%) e il tasso privo di rischio statunitense, corretto per il relativo *default spread* a seguito del *downgrade* del debito sovrano a “Aa1”, in modo da ottenere un nuovo *risk-free* netto e, di conseguenza, un'ERP coerente con il nuovo contesto di rischio.⁹⁶

Di seguito la formula usata per calcolare l'ERP:

$$\text{Equity Risk Premium} = \text{Expected market return} - \text{Risk free}$$

dove:

- *Expected market return* = *Yield* atteso S&P500 = 8,45%
 - *Risk free* netto (US) = *Yield Treasury bond 10y adjusted* = 4,26% - 0,27% = 3,99%
- per cui:

$$\text{Equity Risk Premium} = 8,45\% - 3,99\% = 4,46\%$$

Infine, un ulteriore parametro essenziale per la determinazione del costo del capitale proprio secondo il modello CAPM è il coefficiente Beta (β) che misura la sensibilità del rendimento di un titolo rispetto al rendimento del mercato e rappresenta, pertanto, il rischio sistematico non diversificabile.⁹⁷ Un valore di $\beta > 1$ indica una volatilità maggiore rispetto al mercato, mentre un $\beta < 1$ segnala una rischiosità inferiore.

Per la presente analisi e il calcolo del parametro, i dati storici di prezzo di Netflix e dell'indice di mercato sono stati estrapolati da *Refinitiv*. Poiché l'accesso diretto all'indice S&P500 non era disponibile sulla piattaforma, è stato utilizzato come *proxy* l'ETF SPY, che replica fedelmente l'andamento dell'indice. Sulla base di tali serie

⁹⁶ Damodaran, A. (2025). *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications* [Dataset aggiornato a luglio 2025]. NYU Stern School of Business.

⁹⁷ Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

sono stati calcolati i rendimenti mensili per il periodo 2020-2025 e, successivamente è stata stimata la relazione lineare tra i rendimenti di Netflix e quelli del mercato.⁹⁸

La seguente tabella mostra i dati storici di prezzo di Netflix e dell'ETF che replica l'indice di mercato americano S&P500 e i loro rispettivi rendimenti, calcolati con la formula:

$$R_t = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) * 100$$

Exchange Date	Price close NTFL	Price close ETF SPY	Rendimenti NTFL	Rendimenti ETF SPY
31-ago-2025	1.219,80	642,56	5,21%	1,66%
31-lug-2025	1.159,40	632,08	-13,42%	2,30%
30-giu-2025	1.339,13	617,85	10,93%	4,83%
31-mag-2025	1.207,23	589,39	6,67%	6,28%
30-apr-2025	1.131,72	554,54	21,36%	-0,87%
31-mar-2025	932,53	559,39	-4,90%	-5,86%
28-feb-2025	980,56	594,18	0,39%	-1,27%
31-gen-2025	976,76	601,82	9,59%	2,69%
31-dic-2024	891,32	586,08	0,51%	-2,73%
30-nov-2024	886,81	602,55	17,30%	5,96%
31-ott-2024	756,03	568,64	6,59%	-0,89%
30-set-2024	709,27	573,76	1,13%	1,79%
31-ago-2024	701,35	563,68	11,62%	2,34%
31-lug-2024	628,35	550,81	-6,89%	1,21%
30-giu-2024	674,88	544,22	5,18%	3,20%
31-mag-2024	641,62	527,37	16,52%	5,06%
30-apr-2024	550,64	501,98	-9,33%	-4,03%
31-mar-2024	607,33	523,07	0,73%	2,95%
29-feb-2024	602,92	508,08	6,88%	5,22%

⁹⁸ SPDR. (2025). *SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY): Fund Overview*. State Street Global Advisors. <https://www.ssga.com/us/en/individual/etfs/funds/spdr-sp-500-etf-trust-spy>

31-gen-2024	564,11	482,88	15,86%	1,59%
31-dic-2023	486,88	475,31	2,72%	4,14%
30-nov-2023	473,97	456,40	15,13%	9,13%
31-ott-2023	411,69	418,20	9,03%	-2,17%
30-set-2023	377,60	427,48	-12,93%	-5,08%
31-ago-2023	433,68	450,35	-1,21%	-1,63%
31-lug-2023	438,97	457,79	-0,35%	3,27%
30-giu-2023	440,49	443,28	11,45%	6,09%
31-mag-2023	395,23	417,85	19,79%	0,46%
30-apr-2023	329,93	415,93	-4,50%	1,60%
31-mar-2023	345,48	409,39	7,25%	3,31%
28-feb-2023	322,13	396,26	-8,97%	-2,51%
31-gen-2023	353,86	406,48	20,00%	6,29%
31-dic-2022	294,88	382,43	-3,49%	-6,19%
30-nov-2022	305,53	407,68	4,68%	5,56%
31-ott-2022	291,88	386,21	23,97%	8,13%
30-set-2022	235,44	357,18	5,31%	-9,62%
31-ago-2022	223,56	395,18	-0,60%	-4,08%
31-lug-2022	224,90	411,99	28,61%	9,21%
30-giu-2022	174,87	377,25	-11,43%	-8,64%
31-mag-2022	197,44	412,93	3,72%	0,23%
30-apr-2022	190,36	412,00	-49,18%	-8,78%
31-mar-2022	374,59	451,64	-5,05%	3,44%
28-feb-2022	394,52	436,63	-7,64%	-2,95%
31-gen-2022	427,14	449,91	-29,10%	-5,27%
31-dic-2021	602,44	474,96	-6,15%	4,26%
30-nov-2021	641,90	455,56	-7,01%	-0,80%
31-ott-2021	690,31	459,25	13,10%	7,02%
30-set-2021	610,34	429,14	7,23%	-4,97%
31-ago-2021	569,19	451,56	9,97%	2,98%
31-lug-2021	517,57	438,51	-2,01%	2,44%
30-giu-2021	528,21	428,06	5,05%	1,91%
31-mag-2021	502,81	420,04	-2,08%	0,66%
30-apr-2021	513,47	417,30	-1,57%	5,29%

31-mar-2021	521,66	396,33	-3,19%	4,20%
28-feb-2021	538,85	380,36	1,21%	2,78%
31-gen-2021	532,39	370,07	-1,54%	-1,02%
31-dic-2020	540,73	373,88	10,20%	3,26%
30-nov-2020	490,70	362,06	3,14%	10,88%
31-ott-2020	475,74	326,54	-4,86%	-2,49%
30-set-2020	500,03	334,89	-5,58%	-4,13%
31-ago-2020	529,56	349,31		

Tabella 4.11 – Prezzi e rendimenti storici di Netflix (NTFL) e ETF SPY per la stima del Beta (2024–2025). Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv, 2025⁹⁹

Il coefficiente angolare della regressione, ottenuto tramite la formula della pendenza (SLOPE) di Excel, corrisponde al *Beta Raw* (o *regression beta*) e risulta pari a circa 1,58, evidenziando una rischiosità sistematica superiore a quella del mercato.¹⁰⁰

$$\text{Beta } (\beta) = \text{pendenza}(RNTL_1:RNTL_{60}; RSPY_1:RSPY_{60}) = 1,58$$

Nella prassi professionale, il *Beta Raw* viene spesso corretto tramite la formula di Blume, al fine di mitigare la volatilità della stima e ricondurla verso l'unità, ipotizzando che nel lungo periodo il rischio sistematico tenda a convergere al rischio di mercato. Applicando tale correzione, il *Beta Adjusted* di Netflix risulta pari a circa 1,39.¹⁰¹

Sulla base delle stime riportate nei paragrafi precedenti, sono stati assunti i seguenti valori:

- *Risk free rate* = 4,26%
- *Beta* (β) = 1,39
- *Equity Risk Premium* (ERP) = 4,46%

Applicando tali valori alla formula del CAPM, si ottiene:

⁹⁹ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Historical Market Data*. Refinitiv.

¹⁰⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

¹⁰¹ Blume, M. E. (1971). On the assessment of risk. *The Journal of Finance*, 26(1), 1–10.

$$K_e = 4,26\% + 1,39 * 4,46\% = 10,46\%$$

Pertanto, il costo del capitale proprio di Netflix risulta pari a 10,46%.

3.2.1.2.2 Il costo del capitale di debito

Il costo del debito corrisponde al rendimento richiesto dai creditori per il finanziamento dell'impresa. Esso si basa sul tasso di interesse effettivo dei prestiti obbligazionari e bancari e dipende dal merito creditizio dell'azienda.¹⁰² Nel caso specifico di Netflix, il costo del debito è stato stimato seguendo un approccio *market-based*, assumendo che il rendimento richiesto dagli obbligazionisti su un'emissione *corporate* sia dato dalla somma tra il tasso privo di rischio (*Risk free*) e uno *spread* di credito specifico dell'emittente:

$$R_d = Risk\ free + Credit\ spread^{103}$$

Dal punto di vista teorico, questa formulazione riflette il fatto che gli investitori, per detenere obbligazioni corporate, richiedono almeno il rendimento ottenibile da un titolo governativo privo di rischio con scadenza analoga (*Treasury USA 10Y*), cui si aggiunge un premio per il rischio di insolvenza dell'emittente (*credit spread*). Tale *spread* rappresenta quindi la remunerazione per il rischio di *default* e viene calcolato come differenza tra il rendimento a scadenza (*Yield to Maturity*) dei *bond* di Netflix e quello dei *Treasury* statunitensi con pari durata.¹⁰⁴

Dalle informazioni disponibili su *Refinitiv – Debt Capital Markets* (DCM) emerge che il rendimento dei *bond* Netflix in dollari con scadenza decennale è pari al 4,896%, mentre il rendimento del *Treasury* USA a 10 anni è pari al 4,26%. Ne deriva uno *spread* di credito pari a 0,636%, espressione della rischiosità percepita dal mercato nei confronti di Netflix.¹⁰⁵

¹⁰² Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

¹⁰³ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill.

¹⁰⁴ Damodaran, A. (2023). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Stern School of Business, NYU.

¹⁰⁵ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Debt Capital Markets (DCM) Data*. Refinitiv.

$$Rd = 4,26\% + 0,636\% = 4,896\% \cong 4,90\%$$

Va precisato, inoltre, che questa metodologia si basa su *bond* quotati di Netflix e non considera l'indebitamento bancario. Tale scelta è giustificata dal fatto che, per una società come Netflix, il finanziamento avviene quasi esclusivamente tramite emissioni obbligazionarie, mentre l'esposizione bancaria risulta marginale e non significativa ai fini della stima del costo del capitale.

In conclusione, il costo del debito da utilizzare nel WACC è pari a 4,90%, derivato da dati di mercato osservabili (*Refinitiv*).

3.2.1.2.3 La struttura finanziaria

Un passaggio cruciale nel calcolo del WACC è la definizione del peso relativo di debito (D) ed *equity* (E), ovvero la struttura finanziaria della società. Per il capitale proprio si è fatto riferimento alla capitalizzazione di mercato di Netflix, pari a circa 513 miliardi di dollari (fonte: *Refinitiv*), in quanto rappresenta la misura coerente con il rendimento richiesto dagli investitori e quindi con l'impostazione finanziaria del modello.¹⁰⁶ Per il debito si è invece considerato il valore di mercato del debito netto, calcolato come differenza tra il debito finanziario lordo e le disponibilità liquide. Dai dati estrapolati dal bilancio, il debito lordo – calcolato come la somma tra *long term debt* e *short term debt* – risulta pari a circa 15,6 miliardi di dollari, a fronte di una liquidità disponibile di 7,8 miliardi, da cui deriva un debito netto pari a circa 7,8 miliardi di dollari.¹⁰⁷

Il capitale investito (E + D) ammonta a circa 520,8 miliardi di dollari, con una struttura finanziaria fortemente sbilanciata verso l'*equity*: il peso del capitale proprio rappresenta circa il 98,5% del totale, mentre il debito netto incide per appena l'1,5%. Tale configurazione riflette la natura di Netflix come società a forte capitalizzazione,

¹⁰⁶ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Market Capitalization and Balance Sheet Data*. Refinitiv.

¹⁰⁷ Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

che si finanzia prevalentemente attraverso il mercato azionario, mantenendo una leva finanziaria contenuta.¹⁰⁸

In sintesi, sulla base delle analisi condotte, i parametri da utilizzare per il calcolo del costo medio ponderato del capitale sono:

- $K_e = 10,46\%$
- $R_d = 4,90\%$
- $E = 513$ miliardi di USD
- $D = 7,8$ miliardi di USD
- $Tax\ rate = 25\%$

Applicando questi valori alla formula del WACC:

$$WACC = 10,46\% * \frac{513}{520,8} + 4,90\% * \frac{7,8}{520,8} * (1 - 25\%) = 10,36\%$$

Per completezza, dal bilancio 2024 di Netflix emerge un'aliquota effettiva pari a circa 13,4%, che avrebbe condotto a un costo del debito al netto dello scudo fiscale di ~ 4,24%; tuttavia, per prudenza e in coerenza con la prassi valutativa, si è adottata l'aliquota combinata teorica del 25%.

3.2.2 ANALISI DEGLI SCENARI E SENSIBILITÀ

3.2.2.1 *Calcolo dell'Enterprise Value (DCF – Base case)*

Per stimare il valore dell'impresa di Netflix è necessario calcolare il valore attuale netto (*Net Present Value, NPV*) dei flussi di cassa futuri operativi dell'azienda, attualizzati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Formalmente l'*Enterprise Value* (EV) è dato:

¹⁰⁸ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Market Capitalization and Balance Sheet Data*. Refinitiv.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}^{109}$$

dove:

- $FCFF_t$ = *Free Cash Flow to the Firm* previsto al periodo t ;
- n = orizzonte temporale del piano previsionale;
- TV = *Terminal Value*, calcolato con il metodo della crescita perpetua (*Gordon Growth Model*)

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)}^{110}$$

con g pari al tasso di crescita previsto a lungo termine (3%).¹¹¹

Nella presente analisi, sono stati utilizzati i seguenti input principali:

- *Forecast* dei *Free Cash Flow to the Firm*, elaborato a partire dai dati di bilancio e dalle stime di crescita dei ricavi, margini operativi e investimenti in contenuti e infrastrutture;
- WACC calcolato come media ponderata tra costo del capitale proprio (K_e) e costo del debito (K_d), tenendo conto della struttura finanziaria *target* di Netflix;
- Tasso di crescita perpetuo (g) coerente con le prospettive di lungo periodo del settore *Media & Entertainment*.

Il risultato di tale elaborazione è disponibile nella seguente tabella estratta da Excel:

¹⁰⁹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

¹¹⁰ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill.

¹¹¹ PwC. (2024). *Global Entertainment & Media Outlook 2024–2028*. PwC.

In thousands

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Revenues	39.000.966	46.021.140	52.924.311	59.275.228	64.609.999	68.486.599	70.541.197
Revenues growth	15,65%	18,00%	15,00%	12,00%	9,00%	6,00%	3,00%
EBIT	10.417.614	13.576.236	15.136.353	16.419.238	17.315.480	17.738.029	17.635.299
% of revenues	26,71%	29,50%	28,60%	27,70%	26,80%	25,90%	25,00%
Tax rate	12,58%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%	13,37%
NOPAT	9.106.716	11.761.557	13.113.140	14.224.547	15.000.992	15.367.061	15.278.062
D&A	15.630.431	19.737.680	22.698.332	25.422.132	27.710.124	29.372.731	30.253.913
% of revenues	40,08%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%	42,89%
Change in NWC	-368.916	-479.476	-551.397	-617.565	-673.145	-713.534	-734.940
% of revenues	-0,95%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%
CAPEX (tangible&intangible)	17.442.290	21.277.984	24.469.682	27.406.044	29.872.588	31.664.943	32.614.891
% of revenues	44,72%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%	46,24%
FCFF	7.663.773	10.700.729	11.893.187	12.858.200	13.511.673	13.788.383	13.652.024
TV						185.507.526	
FCFF+TV	7.663.773	10.700.729	11.893.187	12.858.200	13.511.673	199.295.909	
WACC	10,36%						
EV	151.819.224						

Tabella 4.12 – Calcolo dell'Enterprise Value di Netflix. Fonte: Elaborazione propria

da cui si evidenzia un *Enterprise Value* pari a 151,8 miliardi di dollari. Successivamente è stato determinato il valore dell'*Equity*; a tal fine si è tenuto conto della posizione finanziaria netta di Netflix, pari a 7,8 miliardi di USD.¹¹²

Applicando la relazione:

$$Equity\ value = Enterprise\ value - PFN = 151,8 - 7,8 = 144$$

si ottiene un *Equity Value* di 144 miliardi di USD, che rappresenta il valore complessivo attribuibile agli azionisti. Dividendo tale importo per il numero di azioni in circolazione, è possibile ricavare il valore teorico per azione, confrontabile poi con le quotazioni di mercato.

Essendo il numero delle azioni (*shares outstanding*) pari a 424.926.346, il prezzo delle azioni risulta pari a 339 dollari.¹¹³

$$Share\ price = \frac{Equity\ Value}{Outstanding\ shares} = 339$$

¹¹² Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

¹¹³ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Company Fundamentals: Shares Outstanding (NFLX)*.

3.2.2.2 Analisi di scenario

L'analisi di scenario ha l'obiettivo di valutare come il valore di impresa di Netflix possa variare al mutare delle principali ipotesi sottostanti al modello di valutazione. Diversamente dall'analisi di sensibilità, che si concentra sulla variazione di un singolo parametro alla volta, l'analisi di scenario combina simultaneamente più variabili, così da costruire prospettive alternative e coerenti sull'evoluzione futura del business.¹¹⁴

A tal fine sono stati definiti tre scenari:

- *Base case*: corrisponde alle ipotesi utilizzate nel calcolo in precedenza, basate sul forecast dei flussi di cassa, un WACC pari al 10,36% e un tasso di crescita a lungo termine del 3%.
- *Worst case*: scenario conservativo e pessimistico rispetto al *base case*, in cui si ipotizza una crescita dei ricavi più contenuta e un WACC più elevato, riflettendo una percezione di maggiore rischio.
- *Best case*: scenario ottimistico in cui vengono ipotizzati tassi di crescita superiori e un WACC più basso, coerente con un profilo di rischio ridotto.

Riepilogo scenari						
(In migliaia)		Base case:		Best case:		Worst case:
Celle variabili:						
WACC		10,36%		9,50%		11,00%
g		3%		4%		2%
Celle risultato:						
EV		\$ 151.819.224	\$	178.883.388	\$	132.754.791

Numeri in migliaia

Tabella 4.13 – Analisi di scenario sul valore d'impresa di Netflix. Fonte: Elaborazione propria

Dall'analisi di scenario elaborata tramite la funzione “Gestione scenari” di Excel emerge che il valore di Netflix è fortemente influenzato dalle ipotesi adottate in merito al costo del capitale e tasso di crescita di lungo termine.

¹¹⁴ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley

Nel *worst case*, caratterizzato da un WACC più elevato (11%) e da una crescita perpetua più contenuta (2%), l'*Enterprise Value* si riduce sensibilmente, riflettendo la maggiore percezione di rischio e la minore capacità prospettica di generare flussi di cassa.

- *Enterprise Value* = 132.754.791 migliaia di USD
- *Equity Value* = 124.976.720 migliaia di USD
- *Price Share* = 294 USD

Al contrario, nel *best case*, ipotizzando un WACC più basso (9,5%) e una crescita perpetua più sostenuta (4%), il valore cresce in maniera significativa, delineando uno scenario ottimistico.

- *Enterprise Value* = 178.883.388 migliaia di USD
- *Equity Value* = 171.105.317 migliaia di USD
- *Price Share* = 403 USD

Il confronto tra i tre scenari consente di delineare una forchetta di valutazione dell'*Enterprise Value* di Netflix, utile per misurare la robustezza dei risultati e la dipendenza del valore dalle ipotesi adottate.

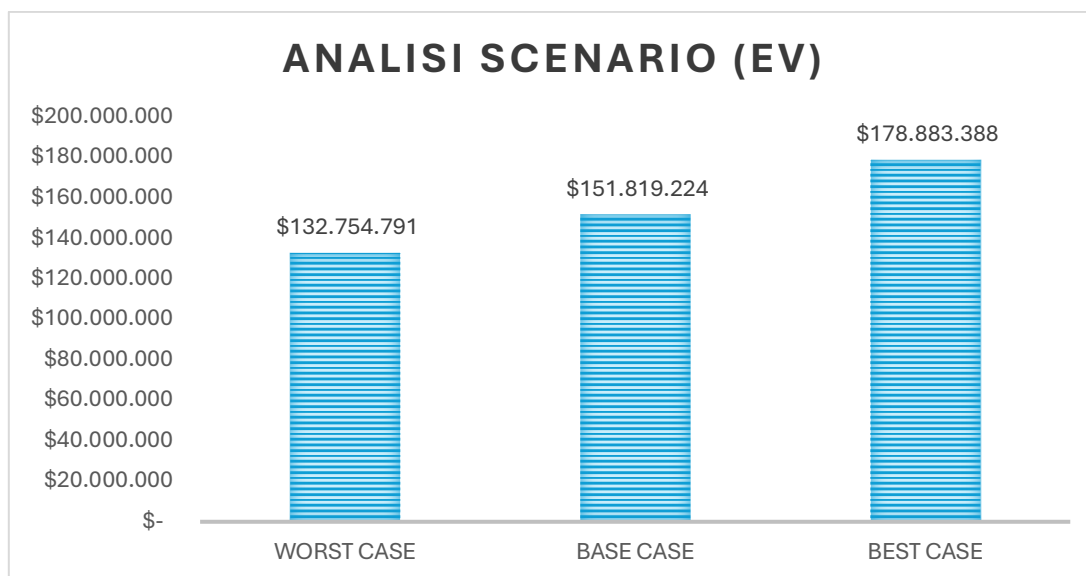


Tabella 4.14 – Analisi di scenario sul valore d’impresa (EV) di Netflix. Fonte: Elaborazione propria

3.2.2.3 *Analisi di sensibilità*

L’analisi di sensibilità ha lo scopo di misurare l’impatto delle variazioni dei principali parametri di input del modello DCF sul valore di impresa. Questo tipo di analisi considera un solo *driver* alla volta, evidenziando la sensibilità della valutazione rispetto alle assunzioni adottate.¹¹⁵

In particolare, sono stati analizzati:

- WACC: variato di $\pm 0,5\%$ e $\pm 1\%$ rispetto al valore base (10,36%);
- Tasso di crescita a lungo termine (g): variato di $\pm 0,5\%$ e $\pm 1\%$ rispetto al valore base (3%).

Per lo svolgimento di questa analisi è stata utilizzata una tabella di sensibilità a doppia entrata (WACC – g) che mostra come l’EV di Netflix vari in funzione delle variabili:

¹¹⁵ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
9,36%	155.871.427	165.316.145	176.241.271	189.025.777	204.190.063
9,86%	145.693.464	153.825.932	163.139.675	173.913.311	186.520.561
10,36%	136.734.546	143.798.904	151.819.224	161.004.543	171.629.639
10,86%	128.788.295	134.972.540	141.940.021	149.850.366	158.909.748
11,36%	121.692.433	127.143.581	133.243.487	140.115.957	147.918.446

Tabella 4.15 – Analisi di sensibilità sul valore d’impresa (EV) di Netflix. Fonte: Elaborazione propria.

Dall’analisi si osserva che un aumento del WACC determina una riduzione significativa del valore, mentre un incremento del tasso di crescita perpetuo produce un effetto opposto, incrementando l’EV. In particolare, passando da un WACC del 9,36% a uno dell’11,36% (con g costante al 3%), il valore si riduce da circa 176 a 133 miliardi di USD. Viceversa, mantenendo fisso il WACC al 10,36%, un aumento del tasso g dal 2% al 4% determina una crescita del valore da circa 137 a 172 miliardi di USD. Ciò evidenzia l’elevata sensibilità della valutazione alle ipotesi finanziarie di lungo periodo.¹¹⁶

Per evidenziare l’impatto relativo delle principali variabili sull’*Enterprise Value* è stato utilizzato un grafico tornado. Dal confronto emerge il valore è particolarmente sensibile sia al costo medio ponderato (WACC) sia al tasso di crescita di lungo termine (g), con variazioni che possono determinare scostamenti superiori a ± 20 miliardi di USD rispetto al valore base.

¹¹⁶ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

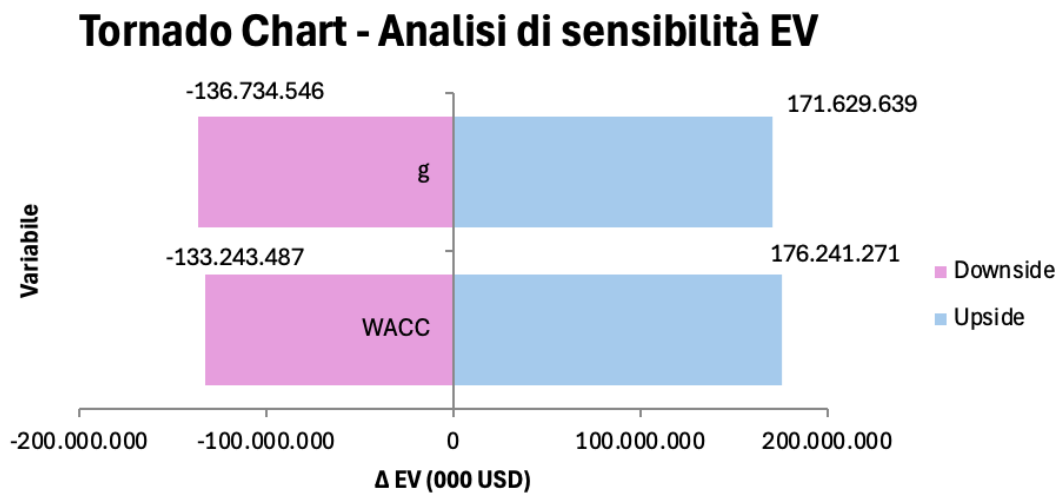


Tabella 4.16 – Analisi di sensibilità sul valore d’impresa (EV) di Netflix. Fonte: Elaborazione propria

3.3 VALUTAZIONE TRAMITE MULTIPLI DI MERCATO E *COMPARABLES*

L’applicazione del metodo dei multipli si fonda sul principio di confrontare la società oggetto di valutazione con un campione di imprese comparabili, operanti nello stesso settore o caratterizzate da analoghe dinamiche economico-finanziarie. Tale approccio, rispetto al metodo *Discounted Cash Flow*, non richiede la costruzione di uno scenario previsionale, ma riflette direttamente le condizioni di mercato e le aspettative degli investitori incorporate nei prezzi di borsa. I multipli forniscono quindi un *benchmark* basato sulle valutazioni di mercato e riducono il rischio di una sovra/sotto-valutazione rispetto ai *competitor*. Allo stesso tempo, la valutazione è risultato di una limitata personalizzazione e di una forte dipendenza dal *peer group* oltre che fortemente influenzata dalle condizioni momentanee del mercato, facilmente variabili.¹¹⁷

L’elemento preliminare fondamentale riguarda la scelta del *peer group*, ovvero l’individuazione di società comparabili per modello di business, dimensioni, mercati di riferimento e struttura finanziaria. Nel caso di Netflix, la selezione dei *comparables* si

¹¹⁷ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

concentra su player internazionali del settore *Media & Entertainment* e dello *streaming* globale, nonostante la difficoltà di trovare un *competitor* diretto, in particolare, data l'unicità del modello di business di Netflix e le dimensioni che quest'ultimo ha raggiunto in termini di capitalizzazione di mercato e volume d'affari.¹¹⁸

Le società identificate come comparabili sono:

1. Walt Disney Co; rappresenta il peer più importante a livello globale: attraverso il servizio Disney+ compete direttamente con Netflix nello *streaming*, e possiede un portafoglio molto forte di contenuti originali (Marvel, Pixar, Star Wars). È un comparabile chiave, pur avendo business diversificati (cinema, *merchandising*, parchi a tema), anche in termini di capitalizzazione di mercato.¹¹⁹
2. iQIYI Inc; è una delle principali piattaforme di *streaming* in Cina, con un modello molto simile a quello di Netflix basato su abbonamenti e produzione di contenuti originali. La sua rilevanza deriva dall'essere un *player* del “puro” *streaming* in mercati emergenti in forte espansione e offre una comparazione diretta non occidentale.¹²⁰
3. Spotify Technology SA; è *leader* nello *streaming* musicale, condivide con Netflix il modello *subscription-based* e la monetizzazione di una vasta base utenti a livello globale, rendendolo ideale per confronti basati sul valore utente. Pur focalizzata sullo streaming di contenuti diversi, Spotify è un comparabile utile, soprattutto per il modello di business.¹²¹
4. Warner Music Group Corp; è una delle *major* mondiali nello *streaming* musicale e nella distribuzione digitale. Rappresenta un peer significativo per la centralità dei contenuti, la crescita internazionale e la monetizzazione su base utenti, pur operando su un diverso segmento media.

¹¹⁸ Damodaran, A. (2023). *The Dark Side of Valuation* (3rd ed.). FT Press.

¹¹⁹ Seeking Alpha — “NFLX Netflix, Inc. Peers & Competitors

¹²⁰ Yahoo Finance — Netflix, Inc. (NFLX) Key Statistics

¹²¹ Multiples.vc — “Netflix Valuation Multiples and Public Comparables

5. TKO Group Holdings Inc; è la società nata dalla fusione tra UFC (Ultimate Fighting Championship) e WWE (World Wrestling Entertainment), attiva nell'intrattenimento sportivo. È una società caratterizzata da un *brand* di grande riconoscibilità e da contenuti interamente proprietari, distribuiti tramite *streaming*, *pay-per-view* e piattaforme digitali. Rappresenta un comparabile interessante poiché evidenzia dinamiche simili a quelle di Netflix nella valorizzazione di contenuti originali e nella capacità di monetizzare una *fan-base* altamente fidelizzata.

Sono stati poi identificati i multipli di mercato considerati più significativi e appropriati al tipo di azienda e al settore specifico del caso:

- *EV/EBITDA*: è uno degli indicatori più utilizzati nelle valutazioni aziendali, poiché misura la capacità di generare cassa operativa indipendentemente dalla struttura finanziaria e dalle politiche contabili.¹²²
- *EV/SALES*: mette in relazione il valore d'impresa con i ricavi generati ed è utile soprattutto per società in forte crescita, ma con margini ancora non pienamente stabilizzati. Nel settore dello *streaming*, risulta indicativo della capacità di monetizzare la base di abbonati.¹²³
- *P/E ratio*: rapporta il prezzo di mercato delle azioni all'utile per azione (EPS) e riflette le aspettative degli investitori in termini di redditività futura.¹²⁴
- *P/SALES*: mette in relazione il prezzo di mercato dell'azione con i ricavi per azione. Nel caso di Netflix, può evidenziare il valore attribuito dal mercato al potenziale di crescita dei ricavi e all'ampliamento della base utenti.¹²⁵

¹²² Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley

¹²³ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

¹²⁴ Penman, S. H. (2021). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (6th ed.). McGraw-Hill Education.

¹²⁵ Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (6th ed.). Wiley.

L'immagine seguente riporta gli indicatori di valutazione per Netflix e per il *peer group* selezionato, integrati da informazioni relative alla capitalizzazione di mercato e ai ricavi:

	Country	MKT CAP (USD mlrd)	SALES (mlrd)	EV/EBITDA	EV/SALES	P/E	P/S
Netflix Inc	US	513,4	39,0	18,4	12,5	51,1	12,7
Walt Disney Co	US	212,8	91,4	13,4	2,6	17,2	2,3
iQIYI Inc	CN	2,6	3,9	24,8	1,0	46,2	0,7
Spotify Technology SA	LU	140,3	16,6	80,4	6,9	149,0	7,4
Warner Music Group Corp	US	17,4	6,4	22,6	3,3	58,6	0,8
TKO Group Holdings	US	15,6	2,8	14,0	6,1	77,7	14,5
Mediana settore		17,4	6,4	22,6	3,3	58,6	2,3
Media settore		77,7	24,2	31,0	4,0	69,7	5,1
25° percentile		15,6	3,9	14,0	2,6	46,2	0,8
75° percentile		140,3	16,6	24,8	6,1	77,7	7,4

Tabella 4.17 – Multipli di valutazione di Netflix e comparables (2024). Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv, 2025.¹²⁶

L'inclusione di *Market Cap* e *Sales* consente di evidenziare le differenze dimensionali tra le società considerate, mostrando come Netflix si collochi su una scala nettamente superiore rispetto a player di dimensioni più ridotte come Warner Music, TKO Group o iQIYI. Tale aspetto è rilevante poiché la scala operativa e la capacità di generare ricavi possono incidere significativamente sui multipli di mercato. Tuttavia, ai fini della valutazione comparativa, l'attenzione principale è posta sugli indicatori relativi, in quanto più idonei a rappresentare le dinamiche di mercato e a garantire un confronto coerente tra società con strutture dimensionali anche molto diverse.¹²⁷

Dall'analisi dei multipli del *peer group* emergono diverse considerazioni. Per quanto riguarda l'EV/EBITDA, la media (31,0x) risulta influenzata da valori estremamente elevati (come Spotify, 80,4x), mentre la mediana (22,6x) e l'intervallo interquartile (14,0x – 24,8x) forniscono una rappresentazione più equilibrata del settore. In questo contesto, Netflix si colloca all'interno del *range* interquartile, segnalando una valutazione sostanzialmente in linea con i *peers*.

¹²⁶ Refinitiv. (2025). *Eikon/Workspace — Market Multiples and Financials (Company Screener)*. Refinitiv.

¹²⁷ Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693–784.

Sul fronte dell'EV/*Sales*, Netflix presenta un multiplo pari a 12,5x, nettamente superiore alla mediana (3,3x) e ben al di sopra del 75° percentile (6,1x). Questo indica che il mercato attribuisce un premio significativo rispetto ai comparabili selezionati.

Analizzando il P/E, (Netflix 51,1x) si posiziona in prossimità della mediana (58,6x) e all'interno dell'intervallo interquartile (46,2x – 77,7x). Tale risultato evidenzia come la valutazione in termini di utili sia sostanzialmente coerente con quella dei *peers*, riflettendo aspettative di crescita in linea con il settore *Media & Entertainment* e dello *streaming* a livello globale.

Infine, quanto riguarda il P/*Sales*, Netflix presenta un valore pari a 12,7x, significativamente superiore alla mediana del campione (2,3x) e ben oltre il 75° percentile (7,4x). Questo dato segnala che il mercato attribuisce ai ricavi di Netflix un premio molto elevato rispetto ai *peers*, riflettendo sia la solidità della base abbonati, sia le prospettive di monetizzazione futura. Tuttavia, tale livello può anche suggerire una certa sopravvalutazione in termini relativi, considerato che la maggior parte delle società del settore si colloca in un intervallo più contenuto (0,7x – 7,4x).

I dati dell'azienda *target* (Netflix) corrispondono a:

<i>SALES</i>	39.000.966
<i>EBITDA</i>	26.048.045
<i>Net Income</i>	8.711.631

Tabella 4.18 – Dati di Netflix. Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2024¹²⁸

Per cui applicando i multipli, scegliendo come multiplo aggregato la mediana data la sua robustezza rispetto alla media, ai dati economici-finanziari di Netflix, si ottengono i seguenti risultati:

¹²⁸ Netflix, Inc. (2025). *Form 10-K Annual Report 2024*. Netflix Investor Relations. <https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

Metodo	Valore stimato (migliaia USD)	Media
<i>EV (EV/ EBITDA - mediana)</i>	589.467.258	413.686.575
<i>EV (EV/ Sales - 75° percentile)</i>	237.905.893	
<i>Equity (P/E - mediana)</i>	510.501.577	399.359.358
<i>Equity (P/Sales - 75° percentile)</i>	288.217.139	

Tabella 4.19 –Applicazione di multipli ai dati di Netflix per il calcolo dell’EV e dell’Equity.
Fonte: Elaborazione propria su dati Netflix, Annual Report 2024

Dai valori restituiti emergono valutazioni significativamente differenti a seconda dell’indicatore utilizzato. Il metodo EV/EBITDA attribuisce un valore d’impresa pari a circa 580 miliardi di USD, superiore alla capitalizzazione di mercato di riferimento (513 miliardi USD). L’approccio EV/*Sales*, al contrario, porta ad una stima molto più contenuta, pari a circa 129 miliardi di USD, segnalando come questo multiplo di settore risulti probabilmente non adeguato a cogliere la redditività e la posizione competitiva della società. Il multiplo P/E fornisce invece un valore dell’*equity* di circa 510 miliardi di USD, sostanzialmente in linea con la capitalizzazione effettiva di mercato, risultando in linea con la valutazione che gli investitori attribuiscono a Netflix.

3.4 CONFRONTO TRA IL VALORE DI MERCATO DI NETFLIX E QUELLO OTTENUTO DAI METODI TRADIZIONALI DI VALUTAZIONE

L’analisi condotta ha messo a confronto i risultati derivanti dal metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), sviluppato sia nello scenario base che in scenari alternativi, con quelli ottenuti attraverso l’applicazione dei principali multipli di mercato.

L’obiettivo di questo sotto-capitolo è ripresentare in maniera chiara e sintetica i risultati ottenuti effettuando un breve raffronto con la capitalizzazione di mercato di Netflix, ovvero il valore attribuito dal mercato, tema che sarà approfondito nel quinto capitolo.

Il modello DCF ha restituito, nello scenario base, una valutazione pari a circa 151,8 miliardi di USD. Gli scenari alternativi hanno evidenziato la sensibilità del modello alle ipotesi assunte: lo scenario ottimistico ha condotto ad un valore superiore, pari a circa 178,9 miliardi di dollari, mentre lo scenario pessimistico ha ridotto la stima, attestandola a circa 132,6 miliardi.

L'analisi tramite multipli di mercato ha fornito un intervallo di valutazione compreso tra circa 238 e 589 miliardi di dollari per l'*Enterprise Value* e tra 288 e 510 miliardi di dollari per l'*Equity*. All'interno di questi *range* si è assunto come stima di riferimento il valore medio, in quanto rappresentativo di una sintesi equilibrata delle diverse metriche. Tali risultati mostrano inoltre una maggiore aderenza ai valori espressi dal mercato.

La seguente tabella mostra il riepilogo dei risultati ottenuti:

Metodi	EV (000 USD)	Equity Value (000 USD)	Price Share (USD)
DCF	151.819.224	144.041.153	339
MULTIPLI	413.686.575	399.359.358	940
Media	282.752.900	271.700.255	639

Tabella 4.20 – Riepilogo dei risultati della valutazione di Netflix con metodo DCF e multipli.
Fonte: Elaborazione propria su dati di Netflix, Annual Report 2024 e Refinitiv, 2025.

Il metodo dei multipli stima un valore aziendale più che doppio (2,7x) rispetto al metodo DCF, riflettendo aspettative di crescita non pienamente percepite dal metodo finanziario. Ne deriva un approccio più conservativo e prudente del modello dei flussi di cassa dettato anche dalle ipotesi modellistiche rispetto alle valutazioni di mercato sul potenziale di crescita di Netflix.

I risultati consentono di interpretare la stima DCF come *floor value*, ovvero il valore minimo di riferimento, mentre la stima ottenuta dai multipli rappresenta il valore massimo, coerente con le aspettative del settore. La valutazione finale si colloca idealmente tra i due estremi e viene sintetizzata nella media tra i due metodi pari a circa 282,8 miliardi di USD per l'*Enterprise Value* e 271,7 miliardi di USD per l'*Equity Value*, corrispondenti a un prezzo per azione di 639 dollari.

Infine, emerge il confronto con la valutazione attuale di mercato, che risulta essere ben superiore alle stime ottenute, in particolare rispetto al DCF.

Capital Market (in migliaia di USD)	513.417.258
Price share	1.208

Tabella 4.21 – Capitalizzazione di mercato e prezzo di mercato di Netflix. Fonte: Elaborazione propria su dati di Refinitiv, 2025

La netta discrepanza, pari a circa l'89%, emersa tra valore fondamentale ottenuto tramite i metodi tradizionali di valutazione, e prezzo di mercato, riflette le differenti assunzioni degli investitori e introduce il capitolo successivo, dedicato al tema della divergenza tra valore intrinseco e valutazione di borsa.

4. DIVERGENZA TRA VALORE FONDAMENTALE E PREZZO DI MERCATO

Nel capitolo precedente è stata elaborata una stima del valore di Netflix sulla base dei principali metodi tradizionali di valutazione. Tale stima dovrebbe rappresentare, in linea teorica, il riferimento del valore dell'impresa in una potenziale trattativa o nel processo decisionale di un investitore razionale. In altre parole, il valore così calcolato indica ciò che l'azienda "dovrebbe" valere secondo i suoi fondamentali economico-finanziari.

Tuttavia, quando questo valore viene confrontato con la capitalizzazione di mercato effettiva di Netflix, emergono differenze significative, spesso amplificate dalla volatilità delle quotazioni, sollevando interrogativi sul reale significato della valutazione e, parallelamente, sull'efficienza con cui il mercato azionario riflette le informazioni disponibili nelle proprie quotazioni.

Il presente capitolo ha dunque l'obiettivo di approfondire il tema della divergenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato, analizzando le ragioni che possono giustificare tali scostamenti. In particolare, si prenderanno in considerazione non solo

i fattori economici e finanziari, ma anche elementi di natura comportamentale e speculativa, quali le aspettative degli investitori, il *sentiment* di mercato, le asimmetrie informative e le dinamiche psicologiche che spesso caratterizzano i titoli ad alta crescita.

4.1 VALORE DI MERCATO E VALORE FONDAMENTALE: DEFINIZIONE E DIFFERENZE

Nell'ambito della valutazione d'azienda, è essenziale distinguere tra valore fondamentale e prezzo di mercato, due concetti che riflettono logiche e prospettive profondamente diverse.

Il valore fondamentale rappresenta la stima teorica del valore intrinseco di un'impresa, determinata sulla base dei suoi fondamentali economici e finanziari. Esso viene calcolato tramite i principali modelli di valutazione aziendale riconosciuti dalla dottrina, i quali mirano a tradurre in termini monetari le prospettive di crescita, la solidità patrimoniale e la capacità reddituale di lungo periodo. In tal senso, il valore fondamentale corrisponde a ciò che l'azienda "dovrebbe" valere in base ai suoi risultati attesi e ai rischi sottostanti, indipendentemente dalle oscillazioni contingenti delle quotazioni borsistiche; in altre parole, esso esprime l'apprezzamento che un investitore razionale, operante in condizioni di piena trasparenza informativa, dovrebbe attribuire all'impresa alla data di riferimento.¹²⁹

Il prezzo di mercato, invece, riflette il valore che gli investitori attribuiscono all'azienda in un determinato momento, risultante dall'incontro tra domanda e offerta sul mercato azionario. Esso non incorpora soltanto le informazioni di natura economico-finanziaria, ma anche fattori comportamentali e psicologici, quali il *sentiment* degli investitori, le aspettative sulle prospettive di crescita e le dinamiche speculative. In questo senso, il prezzo di mercato esprime la percezione collettiva e istantanea del valore dell'impresa, che può discostarsi sensibilmente da quella calcolata con metodi analitici.¹³⁰

¹²⁹ Bini, M. (2019). *La valutazione delle aziende* (4^a ed.). Egea.

¹³⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

La letteratura finanziaria ha offerto interpretazioni differenti di questo scostamento. Da un lato, l'ipotesi dei mercati efficienti (Fama, 1970) sostiene che il prezzo di mercato rifletta in ogni istante tutte le informazioni disponibili, motivo per cui rappresenterebbe già il valore “corretto”, rendendo superfluo il concetto di valore intrinseco.¹³¹

Dall'altro lato, gli sviluppi della finanza comportamentale (Shiller, 1981) hanno dimostrato come i mercati siano spesso soggetti a fenomeni di euforia, panico, dinamiche irrazionali e bolle speculative, che generano divergenze persistenti tra prezzo e valore economico reale.¹³²

Tale divario è particolarmente evidente nel settore tecnologico, dove la presenza di numerosi *asset* intangibili (marchio, proprietà intellettuale, basi di dati, piattaforme tecnologiche) rende più difficile la loro corretta valorizzazione con i metodi tradizionali. In questi contesti, le valutazioni tendono a riflettere in misura significativa le aspettative di crescita, spesso elevate, degli investitori sull'evoluzione dell'impresa e del settore, producendo stime che possono accentuare ulteriormente la distanza rispetto al valore fondamentale, con il risultato che i prezzi di mercato tendono a mostrare una forte volatilità, alternando fasi di sopravvalutazione a improvvise correzioni.

4.2 FATTORI CHE INFLUENZANO LA VALUTAZIONE DI NETFLIX

Per comprendere a fondo la divergenza tra valore fondamentale e prezzo di mercato è necessario analizzare i principali fattori che incidono sulla valutazione di un titolo, in questo caso di Netflix. La stima di un'impresa, infatti, non dipende unicamente dai suoi fondamentali economico-finanziari, ma è il risultato di un insieme di variabili

¹³¹ Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, 25(2), 383–417.

¹³² Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

macroeconomiche, settoriali, aziendali, intangibili e comportamentali che contribuiscono a determinare la percezione del valore da parte degli investitori.

L'obiettivo di questo paragrafo è dunque quello di individuare e descrivere tali fattori, così da fornire una chiave interpretativa utile per comprendere le differenze tra le valutazioni ottenute con i modelli tradizionali e l'andamento del prezzo di mercato, che sarà oggetto di analisi nel successivo 4.3.

4.2.1 FATTORI MACROECONOMICI E DI CONTESTO

Il quadro macroeconomico rappresenta un primo livello di influenza sulla valutazione di Netflix. Variabili come i tassi di interesse, l'inflazione e l'andamento del ciclo economico incidono direttamente sul costo del capitale e sulla propensione dei consumatori a sostenere spese discrezionali come quelle per abbonamenti e servizi di intrattenimento. Ad esempio, l'aumento dei tassi di interesse riduce il valore attuale dei flussi di cassa futuri e porta a un *repricing* dei titoli tecnologici.¹³³

Anche *shock* esogeni, come la pandemia da Covid-19, hanno modificato radicalmente la percezione del valore: inizialmente favorendo una crescita eccezionale degli abbonamenti, e successivamente esponendo l'azienda a rischi di brusche correzioni una volta attenuato l'effetto emergenziale dovuto alla pandemia.

4.2.2 FATTORI SETTORIALI

Un secondo livello di determinanti riguarda le dinamiche competitive del settore dello *streaming*, caratterizzato da una crescente intensità concorrenziale. L'ingresso di operatori come Disney+, Amazon Prime Video e Apple TV+ ha ridotto i margini di *leadership* di Netflix e aumentato la pressione sugli investimenti in contenuti originali.

¹³³ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

A differenza di settori più maturi, quello dello *streaming* è ancora in fase di consolidamento, e questo rende le prospettive di crescita difficili da stimare con precisione.

4.2.3 FATTORI AZIENDALI E STRATEGICI

A livello aziendale, le scelte strategiche di Netflix rappresentano un ulteriore elemento che influenza le valutazioni di mercato. L'azienda ha investito ingenti risorse nella produzione di contenuti originali, trasformandosi da semplice distributore a produttore globale. Questa strategia ha rafforzato il *brand* e la fidelizzazione degli utenti, ma ha anche comportato un incremento nei costi.

Inoltre, l'espansione internazionale ha ampliato il bacino di utenti, ma ha esposto la società a sfide legate alla diversificazione culturale e alla competizione con operatori locali. In sintesi, la solidità del modello di business dipende dalla capacità di bilanciare investimenti in contenuti e sostenibilità finanziaria, un equilibrio che influenza direttamente la percezione di mercato.¹³⁴

4.2.4 ASSET INTANGIBILI

Un ruolo centrale nella valutazione di Netflix è ricoperto dagli *asset* intangibili, che costituiscono la principale fonte di vantaggio competitivo. Il *brand* rappresenta un elemento chiave di riconoscibilità e di attrattività verso i consumatori. La proprietà intellettuale sui contenuti originali garantisce un controllo diretto sulla distribuzione e sulla monetizzazione. Le basi di dati e gli algoritmi di raccomandazione consentono di personalizzare l'esperienza utente e di aumentare la fidelizzazione.¹³⁵

Infine, la base di abbonati stessa costituisce un capitale di grande valore, difficilmente replicabile dai concorrenti. In particolare, il mercato si è dimostrato particolarmente

¹³⁴ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

¹³⁵ Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.

sensibile a quest'ultima; essi, infatti, non costituiscono solo una fonte diretta di ricavi ricorrenti, ma anche un indicatore delle prospettive di crescita futura, della capacità di generare economie di scala e del potenziale di sfruttamento dei dati raccolti.

La difficoltà sta nel fatto che questi *asset* immateriali, pur avendo un impatto determinante sulla crescita futura, non sono facilmente valorizzabili con i metodi tradizionali di valutazione, contribuendo così ad ampliare la distanza tra prezzo di mercato e valore fondamentale.

4.2.5 FATTORI COMPORTAMENTALI E DI MERCATO

Infine, il prezzo di Netflix indicato dal mercato è fortemente influenzato da dinamiche di natura comportamentale. Il mercato tende a reagire in maniera amplificata alle notizie e ai risultati trimestrali, generando fenomeni speculativi e di *overreaction*. Si possono assistere poi a comportamenti gregari (*herding behavior*), in cui gli investitori acquistano il titolo spinti dalla paura di perdere un'opportunità (FOMO), alimentando fasi di sopravvalutazione. Al contrario, dati negativi possono innescare fenomeni di panico collettivo, che portano a correzioni più accentuate rispetto al reale impatto economico-finanziario. La narrativa mediatica sul ruolo di Netflix come “pioniere dello *streaming*” ha inoltre contribuito a rafforzare aspettative di crescita talvolta irrealistiche, che hanno amplificato la distanza tra prezzo di mercato e valore intrinseco.¹³⁶

4.3 ANALISI DELLA DIVERGENZA

Dopo aver considerato i principali fattori che contribuiscono alla percezione che gli investitori hanno di Netflix, l'obiettivo di questo paragrafo è quello di mettere a confronto i risultati della valutazione elaborata con l'andamento effettivo delle

¹³⁶ Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.

quotazioni di borsa, al fine si evidenziarne la presenza di divergenze significative e comprenderne la causa.

Per misurare le differenze tra valore fondamentale e prezzo di mercato è stato effettuato un confronto tra i risultati ottenuti dai principali modelli di valutazione e la capitalizzazione di mercato di Netflix nel periodo considerato.

Metodo di valutazione	Valore stimato per azione (USD)	Prezzo di mercato (USD)	Scostamento %
DCF	339	1208	256%
Multipli	940	1208	29%
Media	639	1208	89%

Tabella 5.1 – Analisi di scostamento tra valutazione stimata e dati di mercato. Fonte: Elaborazione propria.

Il grafico seguente evidenzia visivamente lo scostamento tra i valori stimati e il prezzo di mercato:

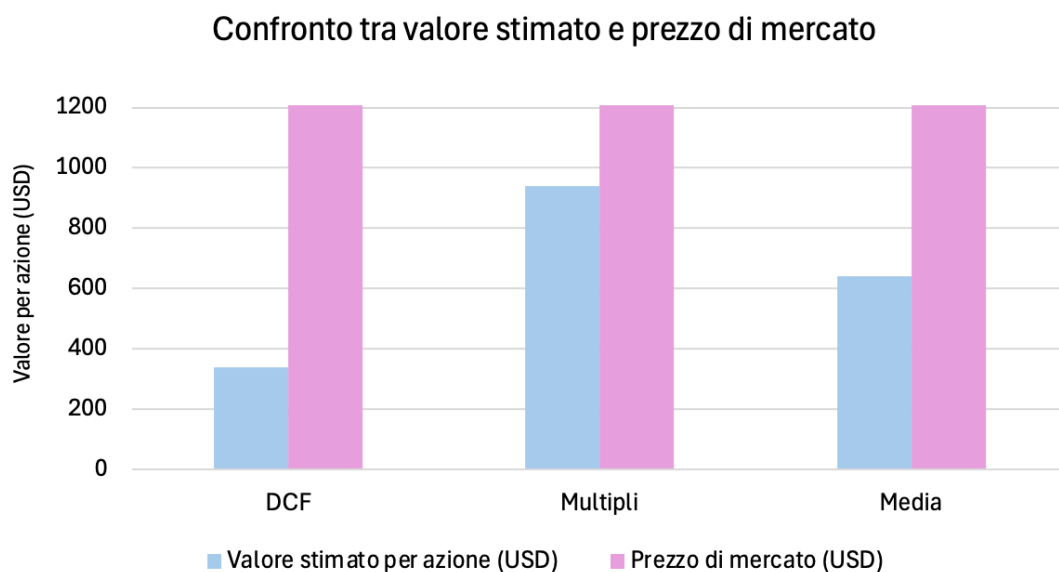


Tabella 5.2 – Analisi di scostamento tra valutazione stimata e dati di mercato. Fonte: Elaborazione propria.

Dalla tabella emerge come il prezzo di mercato si collochi in maniera significativa al di sopra delle stime fornite dai modelli valutativi, in particolare rispetto al metodo finanziario, la cui dipendenza da ipotesi soggettive sui tassi di crescita e sui parametri

previsionali è giudicata dal mercato eccessivamente prudente. Al contrario, il metodo dei multipli restituisce risultati più vicini alle quotazioni di borsa, in quanto riflette in misura maggiore il *sentiment* degli investitori e le valutazioni tipiche del settore di appartenenza di Netflix. In generale, questo scostamento evidenzia come il mercato abbia incorporato nelle proprie quotazioni aspettative di crescita molto più elevate rispetto a quelle considerate negli scenari valutativi, con il rischio però, di una sopravvalutazione persistente rispetto ai fondamentali.¹³⁷

Questa ampia divergenza può essere ricondotta a tre elementi principali. In primo luogo, il mercato tende a premiare le prospettive di crescita future – *come il tasso di incremento delle vendite o il margine sulle vendite* – in misura molto più ottimistica rispetto a quanto ipotizzato nell'analisi valutativa, riconoscendo a Netflix un premio significativo per il ruolo di *leader* nello *streaming* e attribuendole un vantaggio competitivo difficilmente replicabile. Ciò induce gli investitori a incorporare nei prezzi scenari di espansione particolarmente ottimistici, sostenuti dalla forza globale del brand, dalla capacità di penetrazione in mercati in via di consolidamento - come l'America Latina e l'Asia - e dalla convinzione che l'azienda possa progressivamente espandere i propri margini grazie alla scalabilità della piattaforma e al valore strategico dei propri *asset* intangibili.

In secondo luogo, la dimensione comportamentale degli investitori gioca un ruolo decisivo nella formazione del prezzo di mercato del titolo. La finanza comportamentale mostra come *bias* cognitivi ed emotivi possano generare scostamenti consistenti rispetto ai valori fondamentali. Nel caso di Netflix, gli investitori hanno spesso manifestato atteggiamenti come l'*herding behavior* e la *FOMO* (*Fear of Missing Out*), acquistando il titolo spinti dall'euforia collettiva e dal timore di perdere un'opportunità di profitto. Queste dinamiche, alimentate anche da comportamenti speculativi, contribuiscono a sostenere quotazioni elevate, dando luogo a una

¹³⁷ Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

sopravvalutazione persistente che i modelli analitici, ancorati a ipotesi prudenziali, non hanno catturato.¹³⁸

Un ulteriore elemento riguarda gli *asset* intangibili dell'azienda. Pur rappresentando la vera leva di valore di Netflix, essi non trovano una piena valorizzazione nei modelli di valutazione tradizionali, in quanto la loro natura immateriale rende complesso stimarne con precisione l'impatto sulle prospettive di monetizzazione future. Questo contribuisce a un divario strutturale tra il valore stimato tramite fondamentali e quello attribuito dal mercato.¹³⁹

Tali elementi risultano inoltre amplificati dalla volatilità che caratterizza il settore tecnologico, condizionato da molto clamore mediatico e sovraeccitazione. In questo contesto, nelle fasi di entusiasmo i prezzi tendono a collocarsi ben al di sopra dei valori fondamentali, mentre nei momenti di revisione delle aspettative si osservano correzioni repentine anche di entità significativa.

Lo scostamento tra valore calcolato e prezzo di mercato non rappresenta dunque un'anomalia occasionale, ma una caratteristica strutturale di Netflix e, più in generale, delle grandi aziende tecnologiche a cui viene spesso associata, come le *FANG* (Facebook (oggi Meta) – Amazon -Netflix e Google). Tale fenomeno riflette da un lato le difficoltà metodologiche nella valutazione di imprese ad alta crescita, dall'altro le dinamiche psicologiche che influenzano il comportamento degli investitori.

Un aspetto critico da sottolineare è che, quando il prezzo si allontana eccessivamente dal valore fondamentale, esso finisce per incorporare aspettative non sostenibili nel lungo periodo. Tale condizione può trasformarsi in una vera e propria bolla speculativa, caratterizzata da valutazioni gonfiate dall'euforia e dalla fiducia collettiva piuttosto che dai fondamentali economici-finanziari. In simili circostanze, la quotazione smette di riflettere il reale potenziale economico-finanziario dell'impresa, trasformandosi piuttosto in una proiezione di scenari ottimistici destinati, prima o poi,

¹³⁸ De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.

¹³⁹ Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.

a ridimensionarsi, riportando le quotazioni azionarie verso valori più vicini a quelli giustificati dai fondamentali.

4.3.1 DAL PICCO ALLA CORREZIONE: IL CASO NEL 2022

Nel caso di Netflix, la distanza tra prezzo di mercato e fondamentali – come evidenziato dall’analisi svolta in questo elaborato – ha rappresentato in più occasioni un chiaro campanello d’allarme.

Un esempio emblematico di correzione del mercato in seguito ad una divergenza eccessiva tra valore fondamentale e prezzo di mercato di Netflix è rappresentato dai fatti risalenti nel 2022. Dopo anni di crescita sostenuta e di forte ottimismo da parte degli investitori, alimentato soprattutto dall’aumento degli abbonati durante la pandemia e dal successo delle produzioni originali, la capitalizzazione di mercato dell’azienda aveva raggiunto livelli molto superiori rispetto alle valutazioni ottenute tramite i modelli fondamentali. Il prezzo delle azioni rifletteva quindi più le aspettative di crescita continua che i fondamentali economici-finanziari dell’impresa.

La pubblicazione dei risultati del primo trimestre 2022 con la prima perdita netta di abbonati in oltre un decennio, ha però rappresentato un punto di svolta. L’evidente disallineamento tra le *performance* reali e le aspettative di mercato ha innescato un crollo della quotazione: in pochi mesi il titolo perse oltre il 60% del proprio valore, passando da 600 dollari per azione a meno di 200.¹⁴⁰ Tale correzione evidenziò come il mercato, dopo una fase di sopravvalutazione spinta dall’euforia e da comportamenti gregari dovuti alla fiducia nelle prospettive di crescita, sia stato costretto a un riallineamento verso i fondamentali economici-finanziari dell’azienda.¹⁴¹

Questo episodio dimostra come, in presenza di divergenze troppo marcate, le dinamiche speculative non possano sostenersi nel lungo periodo ed il mercato finisca inevitabilmente per correggere le proprie valutazioni. Nel caso di Netflix, l’ampiezza della correzione ha messo in evidenza la vulnerabilità delle società tecnologiche ad

¹⁴⁰ Reuters. (2022, April 20). *Netflix loses subscribers for first time in over a decade, shares plunge*. Reuters.

¹⁴¹ CNBC. (2022, May 1). *Netflix stock has lost 60% of its value in 2022 amid subscriber losses*.

alta crescita, la cui valorizzazione dipende in misura rilevante dalle aspettative e dal *sentiment* degli investitori, elementi per loro natura instabili e soggetti a rapide variazioni.¹⁴²

CONCLUSIONI

SINTESI DEI PRINCIPALI RISULTATI OTTENUTI DALL'ANALISI

L'analisi condotta nel presente elaborato ha permesso di stimare il valore aziendale di Netflix applicando due tra i principali approcci valutativi riconosciuti dalla dottrina e comunemente utilizzati nella prassi professionale: il *Discounted Cash Flow* ed il metodo dei multipli di mercato.

L'applicazione congiunta dei seguenti metodi ha portato ai seguenti risultati:

Metodi	EV (000 USD)	Equity Value (000 USD)	Price Share (USD)
DCF	151.819.224	144.041.153	339
MULTIPLI	413.686.575	399.359.358	940
Media	282.752.900	271.700.255	639

Tabella 6.1 – Riepilogo dei risultati della valutazione di Netflix con metodo DCF e multipli.
Fonte: Elaborazione propria su dati di Netflix, Annual Report 2024 e Refinitiv, 2025

Successivamente, è stato effettuato un confronto tra i valori stimati e la capitalizzazione di mercato di Netflix, al fine di analizzare in modo critico il tema centrale della tesi: verificare e comprendere l'eventuale distanza tra valore fondamentale e prezzo di mercato nelle imprese tecnologiche.

La seguente tabella mostra sinteticamente il confronto e la differenza tra i valori calcolati e il prezzo di mercato di Netflix:

¹⁴² Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.

	Market	Valutazione	Delta
Equity Value (000 USD)	513.417.258	271.700.255	241.717.003
Price Share (USD)	1208	639	569

Tabella 6.2 –Confronto dei risultati della valutazione di Netflix con il prezzo di mercato.
Fonte: Elaborazione propria su dati di Netflix, Annual Report 2024 e Refinitiv, 2025

I risultati ottenuti hanno confermato l'ipotesi di partenza, secondo cui, nelle grandi aziende operanti nel settore tecnologico – caratterizzato da rapida evoluzione competitiva e da un'elevata incidenza di *asset* intangibili – si osserva una crescente divergenza tra il valore fondamentale e la quotazione di mercato.

All'interno di questo elaborato, tale divergenza è stata ricondotta, da un lato, alle differenti assunzioni e aspettative di crescita formulate dagli investitori, che tendono a incorporare nei prezzi scenari futuri ottimistici e difficilmente quantificabili; dall'altro, a dinamiche di finanza comportamentale tipiche dei mercati ad alta componente innovativa, in cui l'euforia e la propensione a reagire in maniera eccessiva, possono alimentare valutazioni particolarmente elevate.

In conclusione, l'analisi condotta ha evidenziato come, nel contesto delle imprese tecnologiche ad alta intensità di *asset* immateriali, i tradizionali modelli di valutazione presentino limiti significativi nel coglierne appieno il valore.

LA GESTIONE DELLA VALUTAZIONE ELEVATA: RISCHI E OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI

La valutazione elevata del valore in Borsa di Netflix rappresenta un terreno complesso per gli investitori, poiché racchiude al contempo rischi significativi e potenziali opportunità. Da un lato, un prezzo di mercato che incorpora aspettative di crescita particolarmente ambiziose, e distante dai fondamentali, espone al rischio di una forte correzione qualora tali previsioni non si realizzino, con possibili effetti negativi sul rendimento dell'investimento. Inoltre, le dinamiche di volatilità tipiche del settore tecnologico possono accentuare le fluttuazioni di prezzo e generare instabilità.

Dall'altro lato, nonostante la valutazione elevata, il titolo Netflix, come altre imprese ad alta crescita potenziale (titoli *growth*), ha dimostrato di poter generare rendimenti consistenti per gli azionisti, confermando la solidità del proprio modello di business, rivelandosi un ottimo investimento. La capacità dell'azienda di innovare costantemente, ampliare la base di abbonati e mantenere una posizione di *leadership* nel settore le consente di continuare a creare valore nel tempo.

In questo contesto, il titolo Netflix rappresenta un investimento che richiede una valutazione attenta del rapporto tra rischio e rendimento: alle potenziali opportunità di crescita e di apprezzamento del titolo si contrappone l'incertezza legata al raggiungimento delle elevate aspettative incorporate nei prezzi. Gli investitori devono pertanto adottare un approccio selettivo e consapevole, ponderando la propria tolleranza al rischio rispetto alle prospettive di rendimento attese, monitorando i fondamentali e diversificando il portafoglio. Solo attraverso questa analisi bilanciata è possibile cogliere le opportunità offerte da un titolo ad alta valutazione, mitigando al contempo l'esposizione alla volatilità.

RIFLESSIONI SULLE PROSPETTIVE FUTURE DI NETFLIX ALLA LUCE DELLA DIVERGENZA TRA VALORE DI MERCATO E VALORE FONDAMENTALE

La significativa divergenza osservata tra il valore di mercato e il valore fondamentale di Netflix solleva interrogativi rilevanti sulle prospettive future della società. Se da un lato le attuali quotazioni riflettono aspettative molto ottimistiche di crescita, dall'altro pongono l'azienda di fronte alla necessità di confermare tali attese attraverso risultati economico-finanziari coerenti e sostenibili. In particolare, la capacità di continuare a espandere la base di abbonati, migliorare la redditività e consolidare la propria posizione competitiva in un mercato sempre più affollato e dinamico sarà determinante per giustificare valutazioni così elevate.

In questo contesto, la marcata divergenza tra valore intrinseco e prezzo di mercato espone il titolo a un elevato livello di rischio. Qualora la quotazione dovesse discostarsi

ulteriormente dai fondamentali, alimentando una componente speculativa, e le aspettative incorporate nei prezzi non venissero soddisfatte, il titolo sarebbe destinato, prima o poi, a subire un ridimensionamento e a riallinearsi ai propri fondamentali attraverso correzioni anche drastiche, come già accaduto nel 2022, con possibili perdite ingenti per gli investitori.

In definitiva, la sostenibilità delle attuali valutazioni e l'attrattiva di Netflix come investimento dipenderanno dalla capacità dell'azienda di tradurre le aspettative del mercato in performance concrete. Solo in tal modo sarà possibile mantenere la fiducia degli investitori e, nel tempo, ridurre la distanza tra valore fondamentale e quotazione di mercato. Queste considerazioni confermano come, nel contesto delle imprese tecnologiche, l'analisi finanziaria debba essere integrata da una solida comprensione delle dinamiche strategiche e degli *asset* intangibili, elementi essenziali per interpretare correttamente le valutazioni e orientare decisioni di investimento consapevoli.

Nel complesso, l'analisi svolta conferma come la valutazione delle imprese tecnologiche richieda un approccio critico e multidimensionale, capace di integrare elementi finanziari, strutturali (dell'azienda e del settore di appartenenza), strategici e intangibili, così da interpretare correttamente il valore generato e orientare decisioni di investimento consapevoli.

BIBLIOGRAFIA

Blume, M. E. (1971). On the assessment of risk. *The Journal of Finance*, 26(1), 1–10.

Bini, M. (2019). *La valutazione delle aziende* (4^a ed.). Egea.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill.

Cappiello, A., & Gatti, S. (2006). *La valutazione delle aziende: Metodi e applicazioni*. McGraw-Hill.

CNBC. (2022, May 1). Netflix stock has lost 60% of its value in 2022 amid subscriber losses.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693–784.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2023). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Stern School of Business, NYU.

Damodaran, A. (2023). *The Dark Side of Valuation* (3rd ed.). FT Press.

Damodaran, A. (2025). *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications* [Dataset aggiornato a luglio 2025]. NYU Stern School of Business.

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

- Fernández, P. (2019). *Valuation and Common Sense* (5th ed.). Academic Press.
- Gatti, S. (2021). *Corporate Finance: Theory and Practice* (5th ed.). Springer.
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (6th ed.). Wiley.
- Gomez-Uribe, C. A., & Hunt, N. (2016). The Netflix recommender system: Algorithms, business value, and innovation. *ACM Transactions on Management Information Systems*, 6(4), 1–19. <https://doi.org/10.1145/2843948>
- Guatri, L., & Bini, M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende* (2^a ed.). Egea.
- Haskel, J., & Westlake, S. (2018). *Capitalism without capital: The rise of the intangible economy*. Princeton University Press.
- Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The use of valuation models by UK investment analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503–535.
- Interbrand. (2023). *Best Global Brands 2023*. <https://interbrand.com/best-global-brands/>
- Jenner, M. (2018). *Netflix and the re-invention of television*. Palgrave Macmillan.
- Jenner, M. (2022). Binge-watching and the future of television. *Critical Studies in Television*, 17(1), 7–24.
- Johnson, C. (2022). Originals and exclusivity in the platform economy: Netflix and the cultural industries. *Television & New Media*, 23(5), 567–584. <https://doi.org/10.1177/15274764221082861>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Brookings Institution Press.

Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.

Lobato, R. (2019). *Netflix nations: The geography of digital distribution*. New York University Press.

Lotz, A. D. (2020). In between the global and the local: The multi-scalar dynamics of Netflix as a global media service. *Journal of Media Business Studies*, 17(2), 105–121. <https://doi.org/10.1080/16522354.2020.1757362>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Nasdaq, Inc. (n.d.). Netflix, Inc. (NFLX) historical stock data. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nflx/historical>

Netflix, Inc. (2002). Prospectus filed pursuant to Rule 424(b)(4). U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065280/000092962402000229/424b4.txt>

Netflix, Inc. (2016). Open Connect: Delivering Netflix content. <https://about.netflix.com/en/news/open-connect-delivering-netflix-content>

Netflix, Inc. (2019). Netflix to open new production hub in Madrid's Tres Cantos [Press release]. <https://about.netflix.com/en/news/netflix-to-open-new-production-hub-in-madrid>

Netflix, Inc. (2021). Netflix buys Albuquerque Studios [Press release]. <https://about.netflix.com/en/news/netflix-buys-albuquerque-studios>

Netflix, Inc. (2024). Annual Report 2024 (Form 10-K). U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1065280/000162828025002067/nflx-20231231.htm>

Netflix, Inc. (2025). Form 10-K Annual Report 2024. Netflix Investor Relations.
<https://ir.netflix.net/financials/annual-reports/default.aspx>

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2020). Business Analysis and Valuation: IFRS edition (6th ed.). Cengage Learning.

Penman, S. H. (2021). Financial Statement Analysis and Security Valuation (6th ed.). McGraw-Hill.

Perrini, F., & Vanni, I. (2019). Valutazione d'azienda (3^a ed.). Egea.

Peters, J. (2022, November 3). Netflix launches ad-supported plan. The Verge.
<https://www.theverge.com/2022/11/3/23437650/netflix-basic-with-ads-plan-launch-price>

Pignataro, G. (2017). Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision-Making. Springer.

PwC Italia. (2025). PwC Global Entertainment & Media Outlook 2025-2029 [Report]. PwC. <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/CS-Global-Entertainment-Media-Outlook-2025-2029.pdf>

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — Company Fundamentals: Shares Outstanding (NFLX). Refinitiv.

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — Debt Capital Markets (DCM) Data. Refinitiv.

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — Historical Market Data. Refinitiv.

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — Market Capitalization and Balance Sheet Data. Refinitiv.

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — Market Multiples and Financials (Company Screener). Refinitiv.

Refinitiv. (2025). Eikon/Workspace — U.S. 10-Year Treasury Bond Yields. Refinitiv.

Reuters. (2022, April 20). Netflix loses subscribers for first time in over a decade, shares plunge. Reuters.

Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M. (2005). Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033–1049.

Seeking Alpha. (n.d.). NFLX Netflix, Inc. Peers & Competitors.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.

Spotify Technology S.A. (2024). Spotify Annual Report 2024. <https://investors.spotify.com/financials/default.aspx>

Statt, N. (2021, July 20). Netflix is getting into video games. *The Verge*. <https://www.theverge.com/2021/7/20/22584688/netflix-video-games-mobile-streaming>

Uenlue, M. (2022). Business model analysis of Netflix. *Journal of Media Economics*, 35(1), 1–18. <https://doi.org/10.1080/08997764.2021.2008061>

Wayne, M. L. (2018). Netflix, Amazon, and branded television content in subscription video on-demand portals. *Media, Culture & Society*, 40(5), 725–741. <https://doi.org/10.1177/0163443717736118>

Wayne, M. L., & Castro, D. (2022). Streaming wars: Platform competition and the economics of attention. *Media Industries Journal*, 9(1), 1–20. <https://doi.org/10.3998/mij.4690>

Yahoo Finance. (2021). Netflix market capitalization history. <https://finance.yahoo.com/quote/NFLX/>

Yahoo Finance. (n.d.). Netflix, Inc. (NFLX) key statistics.

Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). La valutazione delle aziende (4^a ed.). Giappichelli.