



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO SPOTIFY

Clave: 201502615

Resumen

El objetivo de este trabajo es el estudio de los principales métodos de valoración y su aplicación práctica a través de la valoración de la compañía Spotify, empresa líder en el servicio de música vía streaming. De este modo, se abordan los métodos clásicos de valoración basados en la cuenta de resultados, el balance, el fondo de comercio y el descuento de flujos de caja y se analiza la empresa Spotify para cada uno de ellos. Finalmente, se expone la importancia de los usuarios en el modelo de negocio de la empresa y se realiza una valoración por múltiplos de usuarios y un modelo de descuentos de flujos de caja estimados a partir de los ingresos de los distintos tipos de usuarios. El trabajo pone de manifiesto las distintas dificultades a las que nos debemos enfrentar a la hora de valorar una empresa y nos conduce a la determinación del modelo de descuento de flujos de caja como el método más preciso en el caso que nos ocupa, lo que nos lleva a la determinación de que el valor del precio de la acción de Spotify se encuentra cercano a los 130€.

Palabras clave

Métodos de valoración; Flujos de Caja; Múltiplos; Spotify; Usuarios; Cuenta de Resultados; Usuarios

Abstract

The aim of this work is to study the main valuation methods and their practical application through the valuation of the company Spotify, a leading company in the streaming music service. In this way, the classic methods of valuation based on the income statement, the balance sheet, goodwill and discounted cash flows are addressed and the company Spotify is analysed for each of them. Finally, the importance of users in the company's business model is discussed and a valuation by multiples of users and a model of discounted cash flows estimated from the revenues of the different types of users is made. The work highlights the various difficulties we face when valuing a company and leads us to determine the discounted cash flow model as the most accurate method in this case, which results in the determination that the value of the Spotify share price is around €130.

Keywords

Valuation methods; Cash flows; Ratios; Spotify; Users; Income statement; Users

ÍNDICE

Capítulo 1 Introducción

1. Introducción	7
1.1. Objetivos y metodología	8

Capítulo 2 Spotify

1. Introducción a la compañía	9
1.1. Sector de la industria musical (ayer)	9
1.2. Historia de Spotify.....	11
1.3. Sector de la industria musical (hoy)	13
1.4. Análisis Porter	16
1.4.1. Poder de negociación de los proveedores	16
1.4.2. Poder de negociación de los consumidores	17
1.4.3. Competidores actuales	17
1.4.4. Nuevos entrantes	18
1.4.5. Sustitutos	18

Capítulo 3 Métodos de Valoración

1. Marco teórico: Métodos de valoración de empresas	19
1.1. Finalidad de la valoración de una compañía	19
2. Métodos de valoración y Valoración de Spotify	21
2.1. Métodos basados en el balance	21
2.1.1. Valor contable	21
2.1.2. Valor Contable Ajustado	23
2.1.3. Valor de liquidación	23
2.1.4. Valor sustancial	23
2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados	24
2.2.1. Price earnings ratio o PER	25
2.2.2. Otros múltiplos	27
2.3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio	29
2.4. Métodos basados en el descuento de flujos	29
2.4.1. Los Flujos de Caja	30
2.4.2. El WACC	38
2.4.3. Valor Residual	40
2.4.4. Valor de la empresa	41

Capítulo 4 Valoración por usuarios

1. Introducción a la valoración por usuarios	42
1.1. El modelo freemium	43
1.2. El modelo freemium: Spotify	44
1.3. Valoración por usuarios de Spotify	45
1.3.1. Publicidad	45
1.3.2. Usuarios Premium	47
1.4. Valoración por usuarios a través del modelo DCF	48
1.5. Valoración a través del múltiplo EV/Usuarios	49
2. Resumen de las Valoraciones	52

Capítulo 5 Conclusiones y Bibliografía

1. Conclusiones	53
2. Bibliografía	54

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ingresos en Estados Unidos de la música grabada	9
Gráfico 2: Ventas Mundiales de la música grabada.....	14
Gráfico 3: Ventas Mundiales y tasa de crecimiento de la música grabada.....	15
Gráfico 4: Ventas Spotify y tasa de crecimiento	34
Gráfico 5: Ingresos por publicidad Spotify y tasa de crecimiento.....	46

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Balance de Spotify.	22
Tabla 2: “Peer Group” de Spotify.....	25
Tabla 3: Cotización y P/E ratio del “Peer Group” de Spotify	26
Tabla 4: Resultado del ejercicio de Spotify	26
Tabla 5: EV/Ventas del “Peer Group” de Spotify	28
Tabla 6: EBITDA de Spotify	28
Tabla 7: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Spotify	32
Tabla 8: Proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Spotify	36
Tabla 9: Necesidades Operativas de Financiación de Spotify	37
Tabla 10: Estimación Flujos de Caja Libre de Spotify	38
Tabla 11: Estimación del Resultado Operativo de la publicidad de Spotify	46
Tabla 12: Estimación del Resultado Operativo de los usuarios premium de Spotify.....	47
Tabla 13: Estimación Flujos de Caja Libre de Spotify (DCF por usuarios)	48
Tabla 14: EV/usuarios del “Peer Group” de Spotify	50
Tabla 15: Resumen de valoraciones	51

Capítulo 1 Introducción

1 Introducción

Snapchat, Tesla o Spotify, sometida a estudio en este trabajo, son todas ellas empresas líderes de su sector, de renombrado prestigio y cuya capitalización bursátil se sitúa holgadamente por encima del billón de dólares. Sin embargo, pocas personas ajenas al mundo de las finanzas acertarían a determinar que también son empresas que a día de hoy no generan beneficios. Más bien todo lo contrario, cada año sus cuentas anuales reflejan pérdidas millonarias. Cabe entonces preguntarse cómo es posible que, pese a las pérdidas, el mercado eleve sus capitalizaciones bursátiles por encima de los mil millones.

En este punto, resulta interesante reflexionar sobre las palabras del profesor Damodaran que establecen que “Una empresa sólo puede tener valor si al final entrega ganancias”¹. Obviamente, el elemento fundamental para el valor de una empresa es la entrega de ganancias, pero el matiz recogido en la cita con la expresión “al final” nos traslada del hoy al mañana, de modo que una empresa con pérdidas hoy puede tener valor si entrega ganancias en ese “mañana”.

Por lo expuesto, podemos determinar que el valor de las mencionadas empresas en situación de pérdidas se justifica en las grandes expectativas de ganancias en un futuro más o menos lejano. Ahora bien, en este contexto resulta necesario acceder a instrumentos que nos permitan, a través de la información conocida de la empresa, cuantificar esas expectativas, a fin de estimar esas futuras ganancias. Al mismo tiempo, necesitamos también acceder a una metodología que nos permita ordenar todas esas ganancias y calcular a partir de ellas el valor de la empresa en la actualidad. Ambas actividades son motivos de estudio de este trabajo, a través de lo que conocemos como “Métodos de Valoración de Empresas”.

¹ Damodaran, A. (2011) *The Little Book of Valuation. How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, 2011.

2 Objetivos y Metodología

El presente trabajo tiene como principal objetivo el estudio detallado de los distintos métodos de valoración, recopilando los métodos más comunes y conocidos, pero también tratando de aportar algo de luz en cuanto a los modelos de valoración que se utilizan a la hora de valorar empresas con flujos de caja negativos.

De manera complementaria, el trabajo recoge el estudio de un caso real. Así, con la idea de ilustrar la manera en la que debemos afrontar la incertidumbre de valorar una empresa sin beneficios e incluso sin flujos de caja positivos, se ha procedido al estudio y valoración de la compañía Spotify. Todo ello con el fin último de poder proporcionar al lector de una visión tanto teórica como práctica de la importancia de las valoraciones.

Por otro lado, La metodología empleada ha sido inductiva. En primer lugar, se ha procedido al estudio de la literatura académica con el fin de localizar investigaciones similares o relevantes al respecto, para después realizar la tarea concreta de estudiar los métodos de valoración y los tipos de salida a bolsa, así como la recogida de los datos necesarios para el estudio de Spotify. Finalmente, se ha expuesto de forma descriptiva y ordenada toda la información relevante analizada al respecto.

En última instancia, cabe señalar que el enfoque del trabajo es principalmente cualitativo teórico. Sin embargo, la parte práctica y con un carácter más cuantitativo también tiene cabida en este trabajo, mediante la valoración financiera de Spotify.

Capítulo 2 Spotify

1 Introducción a la compañía

Spotify es una compañía sueca con sede en Estocolmo que ofrece a sus clientes un servicio de música en streaming a través de una plataforma digital, que permite a sus usuarios la posibilidad de acceder a una gran base de canciones para su reproducción o descarga.

1.1 Sector de la industria musical (ayer)

A finales de los años 90, la industria musical se encontraba en todo su esplendor, llegando a alcanzar la cifra de 38 mil millones en ingresos globales. El modelo de negocio era sencillo y comenzaba con la llamada de las grandes productoras a los artistas para la grabación de varias canciones. Una vez grabadas, estas empresas se encargaban de toda la cadena de montaje, desde la fabricación del CD hasta su envío al distribuidor final, en donde el consumidor podría adquirir el álbum. Las grandes productoras de la época eran las denominadas “5 grandes”; EMI, Sony Music, Universal Music Group, BMG y Warner Music Group.

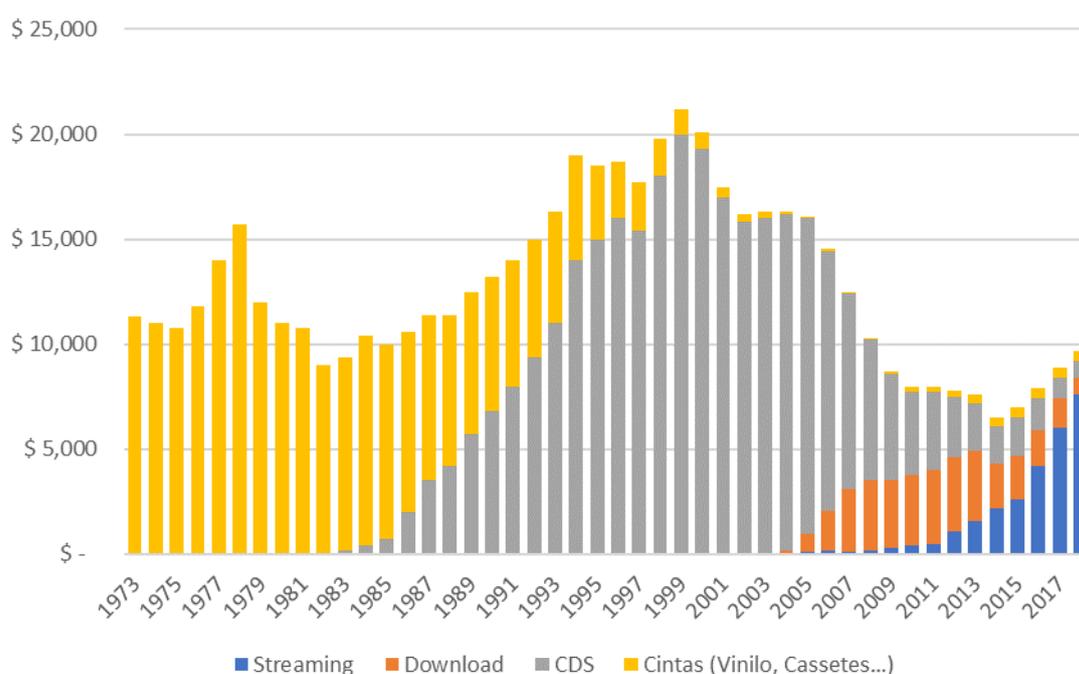
Sin embargo, en 1.999, la aparición del servicio de intercambio de archivos Napster comenzaría a poner en jaque a toda la industria y pasaría a ser el principio del fin de un modelo de negocio que tantos éxitos había dado. Napster permitía compartir archivos a través de internet de una manera rápida y sencilla, lo que llevo a sus usuarios al intercambio y almacenamiento de música en formato digital de manera ilegal.

Durante los siguientes años, la situación de la industria musical fue cuanto menos alarmante. El desarrollo tecnológico y en concreto, de internet, y la aparición de plataformas digitales como Napster habían permitido la aparición de la piratería de la música, provocando fuertes caídas en las ventas de música. En concreto, la Federación Internacional de la Industria Fonográfica o IFPI (por sus siglas en inglés) recoge una caída entre los años 2000 y 2005 del 23% de las ventas mundiales de la industria y la descarga de 20 canciones descargadas de manera ilegal por cada canción vendida durante todo el año 2007. Estos datos evidenciaban, por un lado, la falta de una respuesta efectiva de la

industria musical ante la piratería durante esos años, y por otro, la necesidad de adaptar un modelo de negocio que no había variado en décadas y que parecía quedarse obsoleto a pasos agigantados ante la irrupción de las nuevas tecnologías e internet. En palabras de Daniel Ek “Fue el único momento en el que el producto robado ha sido mucho, mucho mejor que el adquirido legalmente”.

Todo ello llevó a la industria de la música grabada a entender por fin la necesidad de adaptar su modelo de negocio a una nueva era: la era digital, del streaming, del smartphone El siguiente gráfico permite observar la distribución de los ingresos en Estados Unidos de la industria de la música grabada por los distintos modelos de negocio y permite entender claramente la evolución de la industria durante los últimos 50 años, desde las cintas de vinilo o casetes hasta la entrada en la era digital.

Gráfico 1: Ingresos en Estados Unidos de la música grabada, 1973-2018 (en \$ per cápita)



Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar, los ingresos obtenidos a partir del modelo de negocio de producción y venta de CDs comenzó a decaer al comienzo de este milenio, por los motivos ya expuestos. Frente a este problema, comienzan a surgir y ganar cuota de mercado los modelos de negocio digitales basados en la descarga de música, donde encontramos el servicio de iTunes como principal exponente.

iTunes fue presentada en febrero 2003 por Steve Jobs como un servicio digital que permitiría a sus usuarios descargar canciones digitalmente por 0,99 dólares la canción. Rápidamente se convirtió en otro de los grandes éxitos de Apple y pasó a ser el primer servicio digital de música que adquiría cierto renombre entre el gran público. A finales de ese año, ya había vendido 25 millones de canciones y en 2012 llegó a facturar 4 mil millones de dólares.

Paralelamente, el vertiginoso desarrollo tecnológico, y en concreto, el nacimiento del “streaming”, permitió la aparición de un modelo de negocio alternativo. El streaming es una tecnología que permite que los datos de audio o vídeo se reproduzcan a la vez que se reciben en lugar de que resulte necesaria la transferencia de datos permanentemente al dispositivo del usuario². Así, la compañía tecnológica RealNetworks lanzó en abril de 2003 su servicio de streaming de música “RealOne Rhapsody”, el cual ofrecía un modelo de suscripción mensual a sus usuarios que permitía escuchar un número ilimitado de canciones a cambio de 9,95 \$. A diferencia de iTunes, el usuario no adquiría las canciones ni podía descargárselas en su dispositivo, solo reproducirlas desde un dispositivo con internet y mientras estuviera suscrito a la plataforma.

En esta misma línea, durante los años venideros nacieron otras empresas como Pandora, Slacker Radio y MOG. Además, la aparición de los smartphones ofreció a los usuarios de estos servicios la posibilidad de acceder a los mismos desde cualquier lugar y en cualquier momento, sin la necesidad de un ordenador y una línea de internet a la que conectarse.

1.2 Historia de Spotify

En este contexto, Daniel Ek y Martin Lorentzon, tras haber desarrollado sus carreras profesionales en diferentes start-ups tecnológicas, fundan Spotify en Suecia en el año 2006 con el objetivo de "ayudar a tanta gente como sea posible a escuchar todo tipo de música, cuando y donde quiera". Sin embargo, no fue hasta octubre de 2008 cuando la plataforma comenzó a operar, momento en el que Spotify lanzó la primera versión de su producto en los países escandinavos, Reino Unido, Francia y España³.

² Rayburn, Dan & Hoch, Michael (2005) *The Business of Streaming and Digital Media*. Elsevier, 2005

³ Vroom, Govert & Sastre, Isaac (2019) *Spotify face the music (Update 2019)* IESE, July 2019.

En sus inicios, la primera versión de la plataforma se ofrecía, por un lado, de manera gratuita y con una limitación del número de usuarios. Para ello, cada usuario existente recibía con carácter periódico un número de invitaciones para que estos invitarán a su vez a sus amigos para que suscribieran a la plataforma. Por otro lado, cabía la posibilidad de que un usuario se uniera a Spotify sin necesidad de invitación mediante el pago de una suscripción. Se trata pues del origen del renombrado modelo freemium de Spotify, en el que los usuarios tienen acceso a un servicio básico gratuitamente, pero deben pagar para disponer de todas las funcionalidades. Este modelo será sometido a un análisis detallado más adelante.

La compañía crecía vertiginosamente y en febrero de 2009 procedió a la eliminación de la limitación del número de usuarios en Reino Unido primero, y en resto de países durante los sucesivos meses. Sin embargo, no fue hasta 2011 cuando Spotify se decidió a desembarcar en Estados Unidos. Así, con el fin de captar una cuota de mercado significativa con la mayor celeridad posible, desarrolló una estrategia por la que ofrecía a los nuevos usuarios estadounidenses 6 meses de cuenta premium, transcurridos los cuales podían seguir como premium abonando las correspondientes cuotas de suscripción o pasarse a la cuenta gratuita.

A partir de ahí, Spotify experimentó un crecimiento todavía mayor que en los años anteriores y en 2013 contaba con 6 millones de usuarios premium en todo el mundo. Para mediados 2016, alcanzó los 100 millones de usuarios, de los cuales un 30% aproximadamente eran de pago.

Desde 2018⁴, Spotify se encuentra presente en 79 países y cuenta con más de 271 millones de usuarios, de los cuales 124 millones son usuarios premium. Durante este año 2020, la empresa espera superar ampliamente los 300 millones de usuarios y llegar a los 150 millones de usuarios premium.

⁴ Skog, Daniel. (2018). *Digital Service Platform Evolution: How Spotify Leveraged Boundary Resources to Become a Global Leader in Music Streaming*. Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS), 2018.

1.3 Sector de la industria musical (hoy)

Tras un primer contacto con la materia objeto de estudio en este trabajo, no debemos olvidar que nuestro principal objetivo no es sino analizar y valorar Spotify, entendiendo que mecanismos utilizamos a estos efectos, así como los factores tanto internos como externos que tienen una influencia significativa en el output final. En este sentido, resulta imprescindible analizar brevemente la realidad que rodea hoy a Spotify⁵.

La imagen de la industria de la música en la actualidad dista mucho de asimilarse a la imagen del principio de este milenio, pues la era digital ha borrado casi cualquier rastro de esta última para ofrecer un nuevo paradigma. Uno de los cambios más significativos lo encontramos en el peso actual de los principales sectores que componen la industria: la música grabada, la gestión de licencias relativas a la actividad musical y la música en directo⁶.

La música grabada ha ido perdiendo paulatinamente su peso en la industria debido a que la piratería y las plataformas online supusieron la pérdida de control de las productoras discográficas sobre la distribución de los álbumes, debilitando su viabilidad económica. En cambio, durante este proceso se han fortalecido la música en directo y la gestión de licencias. El primero lo ha hecho en tanto que se trata de un sector que ofrece un experiencia eminentemente presencial como son los conciertos y festivales y en consecuencia no se ve perjudicado por la transformación digital, mientras que el segundo se ha aprovechado de los nuevos canales audiovisuales nacidos de internet y que permiten llevar a la música a muchos más sitios.

Por todo ello, las tiendas físicas se han visto sustituidas por la tecnología digital y los CDs por la música consumida en formato digital. En 2011, los ingresos digitales alcanzaron a los ingresos físicos por primera vez en Estados Unidos. A nivel mundial, este mismo hito fue logrado en 2015. Pese a ello, durante todo ese proceso el aumento en los ingresos digitales no ha compensado en absoluto las pérdidas por la bajada de los ingresos físicos. Así los ingresos mundiales de la industria pasaron de los 24.000 millones de dólares en

⁵ A los efectos de este trabajo, se utilizará la información existente a 31 de diciembre de 2019, con el fin de evitar realizar un análisis desvirtuado por las condiciones tan inusuales relativas al Covid-19.

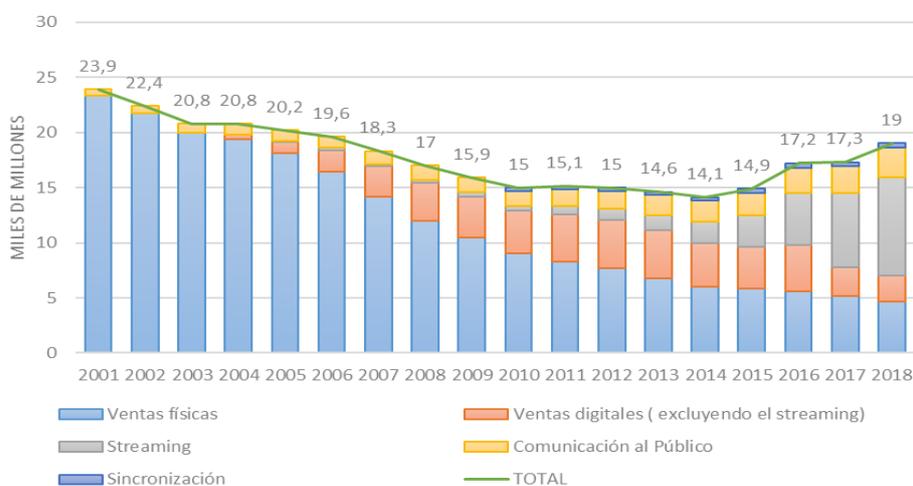
⁶ Rodríguez, P. (2019) *La música, un sector en crecimiento sin modelo de negocio*. Telos, Fundación Telefónica, 28 de enero de 2019

1999 a los 14.000 millones de dólares en 2016, representando una caída del 40%⁷, haciendo de la industria de la música una de las más perjudicadas “a priori” por la era digital.

Sin embargo, desde 2016, la industria de la música ha retornado por fin a una tendencia positiva de crecimiento. En 2018, el crecimiento de los ingresos a nivel mundial ha sido del 9,7%, el mayor experimentado en estos 3 años de crecimiento⁸. La pregunta es obligada, ¿Qué ha cambiado en estos 3 años con respecto a los primeros 15 años de este milenio?

Durante todo este proceso, “la industria musical ha pasado por tres transiciones: álbumes físicos, descargas y streaming. En cada una de ellas, un avance tecnológico creó un nuevo formato de escucha y un nuevo modelo de negocio definido por la agrupación o desagregación”⁹. Así, los álbumes físicos fueron reemplazados por las ventas digitales primero y por el streaming después. Retomando la pregunta planteada en el párrafo anterior, lo que ha cambiado es el Streaming.

Gráfico 2: Ventas Mundiales de la música grabada, 2001-2018 (en billones de \$)



Fuente: elaboración propia

Como se desprende de la gráfica, el modelo de negocio basado en la venta digital, como iTunes, se perfiló en seguida como el nuevo modelo a seguir por la industria, dejando el

⁷ Datos de *GLOBAL MUSIC REPORT 2017, Annual state of de industry*. International Federation of the Phonographic Industry, 2018

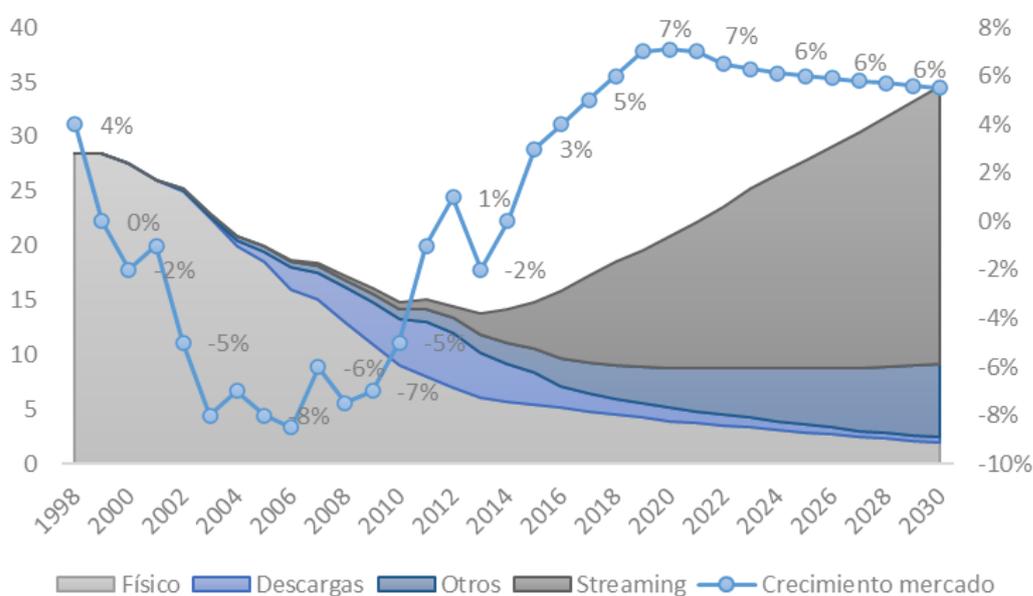
⁸ Datos de *GLOBAL MUSIC REPORT 2019, Annual state of de industry*. International Federation of the Phonographic Industry, 2018

⁹ Wang, J (2018). *How Streaming Could Create a \$50 Billion Music Industry*. ARK Invest, 2018

streaming en un segundo plano. Sin embargo, su crecimiento se estancó rápidamente, mientras las ventas físicas seguían bajando. En este contexto, el streaming, dejado en barbecho durante casi un lustro, ha pasado a posicionarse como el modelo de negocio que llevará de nuevo a la industria a sus años dorados.

En 2018, los ingresos totales por streaming ascendieron a los 8,9 mil millones de dólares, representando casi el 50% de los ingresos totales de la industria, y crecieron, con respecto a 2017, un 34%. Mientras tanto los ingresos por descargas y los ingresos por ventas físicas bajaron un 21,2% y un 10,1% respectivamente. Los datos evidencian que el driver principal del crecimiento de las ventas totales de la industria ha sido el streaming. En el medio y largo plazo, Goldman Sachs predice un valor de 27,5 billones de dólares sólo en streaming para 2030, lo que llevaría a la industria de la música grabada a unos ingresos superiores a los 37,2 billones de dólares, frente a los menos de 20 actuales¹⁰. Otras compañías son todavía más optimistas, como Midia Research, que señala que los ingresos de la música por streaming a nivel mundial alcanzarán los 45,3 billones de dólares en 2026¹¹.

Gráfico 3: Ventas Mundiales y tasa de crecimiento de la música grabada, 1998-2030 (en billones de \$)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Goldman Sachs

¹⁰ Updated of *MUSIC IN THE AIRSTAIRWAY TO HEAVEN*. Equity research, Goldman Sachs. 2019.

¹¹ *2018–2026 STREAMING MUSIC FORECASTS*. Midia Research, 2019

1.4 Análisis Porter:

En la misma línea, toda valoración requiere no solo conocer el entorno de la empresa objeto de valoración, sino también la posición que la misma ocupa dentro de ese entorno. Así, una vez expuesto el panorama de la industria de la música actual, debemos exponer donde se encuentra Spotify. Para ello, se procede a una breve exposición del análisis Porter de Spotify.

El modelo de las cinco fuerzas de Porter permite identificar el panorama competitivo una industria mediante el estudio de cinco factores:

1.4.1 Poder de negociación de los proveedores

Uno de los puntos más relevantes de las empresas que ofrecen música en streaming es su relación con los proveedores, que en su caso son los artistas. Así, el poder de negociación con estos será mayor cuanto más factible resulte dejar de ofrecer las canciones de cierto artista e incorporar las de otro parecido, y es en este último aspecto donde reside el “quid” de la cuestión. Y es que no se trata de una industria donde el proveedor proporcione cierta materia prima, sino que se trata de la música y aquí cada canción y cada artista es único.

El hecho de que cada artista sea único unido a la multitud de empresas que ofrecen música en streaming nos lleva a determinar que el poder de negociación de los artistas es considerablemente alto, más aún cuando el artista en cuestión es de renombre tal que no incluirlo en la plataforma puede conllevar que los consumidores abandonen la misma. En este sentido, resulta de obligada mención el caso de Taylor Swift en 2014, por el cual la artista retiró toda su música de Spotify debido a un desacuerdo con su modelo freemium y firmó en exclusividad con Apple.

A modo de cierre, podemos concluir que el poder de negociación de los proveedores es elevado, por lo que la relación de Spotify con los mismos debe ser tratada con cautela. Además, es este el motivo por el cual los costes de ventas de Spotify son tan elevados y difícilmente reducibles a través de economías de escala, puesto que se paga a cada artista una cantidad fijada por cada vez que un usuario reproduce una canción suya.

1.4.2 Poder de negociación de los consumidores

La capacidad de los compradores para negociar los precios depende de su sensibilidad ante los cambios en el mismo y de su poder de negociación relativo en relación con empresas de la misma industria¹². Así, no solo resulta relevante la importancia del servicio de Spotify para el consumidor o la capacidad económica de este último, sino también el coste y la facilidad para cambiar de servicio por uno de la competencia.

Tras la consideración de los mencionados factores, podemos concluir que el poder de negociación de los suscriptores de Spotify es realmente alto, debido principalmente al mínimo coste de cancelación de la suscripción y la disponibilidad de multitud de servicios de música en streaming que ofrecen un servicio similar como Apple music, Pandora o Amazon music. En consecuencia, la cuota de suscripción mensual de Spotify, así como el de sus competidores, se sitúa entre los 9,99 dólares y los 15¹³.

1.4.3 Competidores actuales

El número de competidores y la intensidad de los mismos resultan uno de los principales elementos para entender el entorno en el que opera una empresa. Así, mientras en algunas industrias el nivel de competencia es tan elevado que llega incluso al punto de que los precios se sitúan por debajo de los costes y se producen pérdidas en toda la industria, en otras la competencia es más relajada y se centra en el marketing o la diferenciación. El nivel de competencia viene marcado por factores como el número y la concentración de los competidores, la diferenciación de los productos, los excesos de capacidad y las barreras de salida.

Spotify opera en una industria donde podemos encontrar grandes competidores como los mencionados Apple Music, Amazon Music o Pandora. Además, resulta relativamente difícil elaborar un producto diferenciado más allá de la mejora de la experiencia de usuario, puesto que la funcionalidad principal de la plataforma es el acceso a la reproducción de contenido musical, siendo este último similar en todas ellas.

¹² Grant, R (2016). *CONTEMPORARY STRATEGY ANALYSIS*. Wiley, ninth edition, 2016.

1.4.4 Nuevos entrantes

El modelo de negocio de música a través del streaming que caracteriza a Spotify requiere unos elevados costes variables que dificultan la obtención de economías de escala. Sin embargo, se trata de un modelo que requiere de grandes cantidades de capital para su puesta en marcha, pues si el desarrollo de una plataforma completamente operativa no es tarea sencilla, menos lo es dotarla de una biblioteca de canciones lo suficientemente grande para competir frente a compañías como la propia Spotify u otras como Apple o Amazon o Youtube. Además, el número de competidores en la actualidad es relativamente elevado.

Por lo expuesto, parece difícil imaginar que en el corto y medio plazo aparezcan otros competidores que supongan una amenaza, salvo quizás la entrada de una gran empresa con un modelo de negocio similar, pero con un producto diferente, como Netflix.

1.4.5 Sustitutos

El precio que los consumidores están dispuestos a pagar por un servicio o producto depende en gran medida de la facilidad del consumidor de encontrar productos sustitutivos¹⁴. Así, la demanda será más elástica respecto al precio cuanto mayor sea la existencia y la cercanía de sustitutos. En el sentido contrario, la ausencia de sustitutos conlleva que los consumidores sean comparativamente insensibles a los cambios en el precio.

El modelo de negocio de streaming surgió como solución a la piratería y rápidamente desbancó al consumo vía CDs por las ventajas relacionadas con el precio y la accesibilidad. Aunque en la actualidad estos últimos sigan vendiéndose, e incluso los vinilos, sus ventas son casi anecdóticas en comparación con las obtenidas a través del streaming. Del mismo modo y como se expuso anteriormente, también se ha impuesto al modelo de consumo basado en las descargas digitales. Así, mientras que la posibilidad de acudir a un servicio de la competencia es alta, la amenaza de sustitutos es mínima. Además, cabe mencionar que otra rama de la industria de gran éxito como los conciertos y la música en directo se dirige a satisfacer una necesidad diferente a la música grabada y consumida vía streaming, por lo que ambas pueden cohabitar e incluso beneficiarse la una de la otra.

¹⁴ Grant, R (2016). *CONTEMPORARY STRATEGY ANALYSIS*. Wiley, ninth edition, 2016

Capítulo 3 Métodos de Valoración

1 Marco teórico: Métodos de valoración de empresas

Decía el dramaturgo francés Jean Jacques Molière que “las cosas solo tienen el valor que les damos”. Con ello, no hacía más que reflejar la subjetividad de un concepto tan abstracto como es el valor, pues este no es un exacto, preciso y cierto. Al contrario, el valor de un bien varía en función de las “gafas con las que lo veamos” y así, para lo que algunos puede ser un objeto de valor incalculable, para otros no es más que un bien inútil.

Esto mismo ocurre a la hora de valorar una empresa, en donde no existe un solo valor ni hay valores más correctos que otros. Ni siquiera el precio pagado por una empresa o su valor en el mercado bursátil representan el único valor de la compañía. Así, la valoración de una empresa será diferente en atención a la finalidad con la que se haga o a las partes interesadas en el proceso. En este sentido, resulta fácil imaginar la disparidad de valoraciones que podría llegar a tener una empresa para un banco que analiza la empresa con la finalidad de conceder o no un crédito, un inversor individual que busca obtener una rentabilidad adecuada de sus ahorros o un competidor que podría estar interesado en una compra o fusión con el fin de aprovechar ciertas sinergias.

Por lo expuesto, podemos definir la valoración de empresas como un proceso subjetivo por el cual se estudia y analiza la situación financiera y estratégica de una empresa con el fin de obtener su valor, o rango de valores, para una persona o empresa determinada en un momento concreto.

1.1 Finalidad de la valoración de una compañía:

Una vez aclarado el concepto de valoración de una compañía, debemos preguntarnos la relevancia que hoy en día tiene en nuestra sociedad. La información es poder y está claro que conocer el valor de una empresa resulta de una gran utilidad. Ahora bien, cabe preguntarse para quien y con qué fines resulta relevante. Así, los principales motivos que

pueden conducirnos a la valoración de una empresa, según Pablo Fernández, son los siguientes¹⁵:

1. Planificación estratégica: multitud de empresas requieren las técnicas de valoración de empresas con el fin de evaluar posibles operaciones de compraventa que permitan cumplir con sus estrategias de diversificación o sus objetivos de crecimiento. Además, este tipo de operaciones suelen dar lugar a sinergias que conducen a que el valor de las compañías unidas sea mayor que el valor de las mismas por separado.

Por otro lado, los métodos de valoración también permiten a la compañía analizar sus unidades de negocio, proporcionando información relevante para tomar decisiones como mantener, potenciar o abandonar el negocio concreto

2. Valoración de empresas cotizadas en bolsa: valoraciones que permiten decidir sobre la forma en la que un inversor debe gestionar su cartera. Así, el objetivo será comparar el precio de mercado con la valoración realizada con el fin de identificar aquellos valores que se encuentren infravalorados por el mercado.
3. Salidas a bolsa: la valoración justifica el precio al que se oferta la acción. En procesos de direct listing, permite al vendedor establecer el precio al que está dispuesto a vender sus acciones y al inversor determinar el precio al que está dispuesto a comprarlas.
4. Otros: la valoración de una empresa juega un papel fundamental en aspectos como los sistemas de remuneración basados en la creación de valor, las herencias y testamentos (cuando existe una empresa familiar y resulta necesaria su valoración para su comparación con el resto de bienes) o en los procesos de arbitraje y pleitos, donde la valoración mejor expuesta suele ser la más cercana a la dictaminada por el juez.

En el mismo sentido, encontramos clasificaciones parecidas establecidas por otros autores, como la recogida por Caballer¹⁶, que clasifica los objetivos de una valoración en atención al interés y utilidad de la misma: nacionalizaciones y privatizaciones, fusiones,

¹⁵ Fernández, P. (2005). *Guía para calcular el valor de los escudos fiscales*. IESE

¹⁶ Caballer, V. (1998) *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide, 2 edición.

escisiones, absorciones y transformación de sociedades, inversión bursátil, salidas de la bolsa y constitución de garantías bancarias.

2 Métodos de valoración y Valoración de la empresa

2.1 Métodos basados en el balance:

Tradicionalmente, los métodos de valoración de empresas se han clasificado en 4 categorías principales¹⁷, descritos por Pablo Fernández: métodos basados en el balance, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill y métodos basados en el descuento de flujos de fondo (cash flows).

En primer lugar, los métodos basados en el balance son aquellos en los que la valoración de empresa se determina mediante el análisis del valor de sus activos. Se tratan de métodos poco precisos que asumen que el valor de una empresa radica en su balance y se olvida de elementos tan importantes como la evolución de la empresa, el valor del dinero en el tiempo u otros factores como la situación del sector, pues estos no se encuentran reflejados en los estados contables. En consecuencia, a este tipo de métodos se les conoce con el nombre de métodos estáticos.

2.1.1 Valor Contable

El valor contable recoge el valor de los recursos propios reflejados en el balance, o lo que es lo mismo, la diferencia entre el activo y el pasivo. Como se indica en su propio nombre, se trata de una valoración que depende de la contabilidad llevada a cabo por la compañía, la cual está siempre sujeta a ciertos principios como el de prudencia que, pese a cumplir su función informadora del estado de la empresa, también pueden pecar de conservadurismo y cierta subjetividad que pueden desvirtuar la verdadera imagen de la empresa.

Por otro lado, debemos mencionar que la contabilidad nos muestra una foto de todo lo ya acontecido a la empresa. Sin embargo, no nos ofrece ningún tipo de información sobre el posible devenir de la empresa ni de las expectativas, elemento fundamental para

¹⁷ Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento de Investigación DI-771 noviembre, 2008.

entender el valor de “mercado” de una empresa. En consecuencia, este último suele ser muy diferente al valor contable.

A continuación, se presenta el balance de Spotify correspondiente a los últimos cinco años. De acuerdo a la información presentada y al método de valoración por el valor contable, el valor de los recursos propios de Spotify a 31 de diciembre de 2019 sería de 2.037 millones. En este sentido y siendo el número total de acciones de la compañía de 180.960.579, el precio de cada acción sería de 2,257€.

Tabla 1: Balance de Spotify Technology S.A.

BALANCE DE SPOTIFY (en millones de euros)					
AÑO	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIVO NO CORRIENTE	180	191	1.209	2.090	2.891
Inmovilizado	81	85	73	197	780
Inversiones financieras lp	1	0	911	1.646	1.497
Fondo de comercio	65	73	135	146	478
Otros intangibles	4	2	15	14	32
Activos por impuesto diferido	8	8	21	22	35
Otros activos no corrientes	21	23	54	65	69
ACTIVO CORRIENTE	871	1.909	1.898	2.246	2.231
Caja y equivalentes	597	755	477	891	1.065
Inversiones financieras cp	-	640	581	571	536
Clientes	247	306	360	402	406
Otros activos líquidos	27	208	480	382	224
TOTAL ACTIVO	1.051	2.100	3.107	4.336	5.122
PATRIMONIO NETO	229	(240)	238	2.094	2.037
Capital	797	830	2.488	3.801	4.192
Beneficios (pérdidas) no distribuidos	(653)	(1.192)	(2.427)	(2.505)	(2.709)
Acciones en autocartera	-	-	-	(77)	(370)
Otras reservas	85	122	177	875	924
PASIVO NO CORRIENTE	24	1.120	1.009	93	646
Provisiones y deudas a largo plazo	-	1.107	944	-	622
Pasivos por impuesto diferido	-	-	3	2	2
Otros pasivos no corrientes	24	13	62	91	22
PASIVO CORRIENTE	798	1.220	1.860	2.149	2.439
Acreedores	119	139	242	295	377
Gastos acumulados por pagar	485	718	972	1.194	1.579
Impuestos diferidos	5	6	9	7	9
Ingresos a distribuir	92	149	216	258	319
Otros pasivos corrientes	97	208	421	395	155
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.051	2.100	3.107	4.336	5.122

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Spotify Technology S.A.

2.1.2 Valor Contable Ajustado

De acuerdo a este método, “el valor de la empresa es la diferencia entre el activo y el pasivo exigible, ajustados a sus respectivos valores de mercado, considerando el estado y utilidad de las diferentes partidas del balance para la empresa”¹⁸. Su objetivo es el de solventar las mencionadas deficiencias del valor contable con respecto a la subjetividad contable. Pese a todo, tampoco tiene en cuenta las expectativas y el futuro de la empresa.

En este caso, resultaría necesario valorar los activos y pasivos recogidos en el balance anterior a su precio de mercado. Sin embargo, es una tarea compleja que requiere individualizar todos los activos y pasivos que componen el balance y valorar uno a uno su precio de mercado. En consecuencia, y ante la imposibilidad de realizar ambas tareas a partir de la información disponible, este estudio queda fuera del alcance de este trabajo

2.1.3 Valor de liquidación

Representa el valor de una empresa para los casos en los que se efectuará su liquidación, es decir, lo que se obtendría en el caso de que se vendieran todos sus activos, se cancelaran sus deudas y se hiciera frente a todos los gastos de liquidación. Para su cálculo, basta con restar al valor contable ajustado los gastos de liquidación.

Pese a contar con las limitaciones propias de los métodos estáticos, resulta de cierta utilidad para los casos en los que una empresa esté en proceso de liquidación. Asimismo, también puede considerarse como el valor mínimo de la empresa, en tanto que el valor de la misma asumiendo su continuidad es mayor a su valor de liquidación. En caso contrario, se debería analizar la viabilidad del negocio.

En línea con lo expuesto para el método anterior, este análisis queda fuera del alcance de este trabajo por los motivos ya expuestos.

2.1.4 Valor sustancial

Por último, el valor sustancial se define como el valor de reposición de los activos afectos a la actividad de explotación de la empresa. El objetivo de este método es calcular cuánto costaría formar una empresa que desarrolle la misma actividad en idénticas condiciones.

¹⁸ Valls Martínez, M.C. (2001) *Métodos clásicos de valoración de empresas*. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. Vol. 7, Nº 3, pp 49-66

2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados:

Son los denominados métodos de valoración por múltiplos, en los que se trata de calcular el valor de la compañía a partir de su relación con elementos de la cuenta de resultados como los beneficios o las ventas. En la práctica, estos métodos conllevan la valoración de una empresa mediante su comparación con empresas similares. Así, se escogen los múltiplos que se van a emplear para la valoración, y se buscan empresas similares a la que se pretende valorar. Una vez identificadas ambas, se trata de calcular el valor de los múltiplos para cada empresa y obtener así una media de como las valora el mercado en función del elemento de la cuenta de resultados seleccionado. Finalmente, bastaría con aplicar ese coeficiente a nuestra propia empresa.

Se trata de un método cuya principal ventaja reside en su sencillez en el cálculo y que sin embargo encuentra su mayor reto en la dificultad para encontrar el “Peer Group” o grupo de empresas comparables adecuado. Así, no basta con seleccionar empresas que operen en la misma industria, sino que también deben tener perspectivas similares en cuanto al ROIC o rentabilidad sobre el capital invertido y al crecimiento¹⁹, según señalan Tim Koller y “otros”. En ocasiones, encontrar un “peer group” fiel a la características de nuestra empresa resulta casi imposible, por lo que la fiabilidad que se puede otorgar a una valoración realizada a través de este método es limitada. Sin embargo, sí que resulta de gran utilidad para compararlo con las valoraciones obtenidas por otros métodos.

En línea con lo expuesto en el anterior párrafo, cabe señalar que más difícil aún resulta la selección de ese Peer Group para empresas relativamente nuevas que operan en una industria en desarrollo y con un modelo de negocio que todavía no ha alcanzado su madurez, siendo este el caso de Spotify S.A. Así, más allá de Pandora²⁰, resulta difícil encontrar empresas directamente comparables. En consecuencia, se ha optado por ampliar la muestra y componer el grupo de empresas comparables con empresas desde el sector de la música en streaming como la propia Pandora o Akazoo hasta otras como

¹⁹ Koller, Tim et al. (2015) *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Ed. Wiley (6th edition)

²⁰ Pandora, empresa subsidiaria de Sirius XM Holdings Inc, es una plataforma líder en el descubrimiento de música y podcasts y es el mayor proveedor de música en streaming de los Estados Unidos.

Netflix o Twitter. Todo ello con el fin de poder relacionar Spotify con una muestra suficientemente amplia y representativa.

Tabla 2: "Peer Group" de Spotify Technology S.A.

Peer Group
Netflix, Inc. (NasdaqGS:NFLX)
Sirius XM Holdings Inc. (NasdaqGS:SIRI)
Roku, Inc. (NasdaqGS:ROKU)
Twitter, Inc. (NYSE:TWTR)
Tencent Music Entertainment Group (NYSE:TME)
iQIYI, Inc. (NasdaqGS:IQ)
Akazoo S.A. (NasdaqCM:SONG)
Mavshack AB (publ) (OM:MAV)
Cineworld Group plc (LSE:CINE)
Snap Inc. (NYSE:SNAP)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos de Capital IQ

2.2.1 Price earnings ratio o PER

El PER o P/E ratio es uno de los ratios más utilizados en valoración y se define como la relación existente entre el precio de la acción y el beneficio neto por acción obtenido por la empresa, o lo que sería lo mismo, la capitalización bursátil de la empresa y el beneficio neto total. Esta relación se representa a partir de la siguiente fórmula:

$$PER = \frac{\text{Precio por acción}}{B^{\circ} \text{ por acción}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{B^{\circ} \text{ Neto total}}$$

El PER puede entender de dos maneras. Por un lado, indica cuanto debe pagar un inversor por cada euro de beneficios. Por otro lado, también podría entenderse como el tiempo que tardaría la empresa en generar los beneficios necesarios para cubrir la inversión de compra de acciones, si la empresa mantuviera constantes sus beneficios. Como ejemplo, si una empresa cotiza a un PER de 10x, significa que se está pagando por la acción 10 veces más que el beneficio neto por acción o que se tardarían 10 años en que la empresa generada los beneficios que cubrieran la inversión a realizar.

En la siguiente tabla podemos apreciar el P/E ratio del Peer group de Spotify. A simple vista, resulta fácil apreciar las dificultades antes mencionadas para este caso. En primer lugar, cabe destacar el hecho de que muchas de estas empresas, ni siquiera tienen beneficios a final del año, por lo que calcular su P/E carece de sentido. Por otro lado, debemos indicar la disparidad de resultados entre el resto de las empresas que sí tienen beneficios. Así, mientras el P/E de Netflix se sitúa en los 89,8x, el de Akazoo no pasa del

1,8x. Este hecho es fruto de la falta de madurez del mercado de música en streaming, que imposibilita la tarea de encontrar un grupo homogéneo de empresas comparables.

Tabla 3: Cotización y P/E ratio del “Peer Group” de Spotify Technology S.A.

Peer Group	precio	P/E
Netflix	338,65 €	89,8x
Sirius XM Holdings Inc	4,80 €	26,3x
Roku	84,45 €	NM
Twitter	25,37 €	14,9x
Tencent Music	10,02 €	32,1x
iQIYI	15,87 €	NM
Akazoo	2,59 €	1,8x
Mavshack AB	0,01 €	NM
Cineworld Group plc (LSE:CINE)	0,88 €	7,8x
Snap Inc	12,43 €	NM
Media Peer Group		28,8x

Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos de IQ Capital

Así, la falta de homogeneidad en los ratios puede llevar a valoraciones muy dispares e influenciadas por un cierto grado de subjetividad. Así, aquellos interesados en una elevada valoración de Spotify tratarán de asemejarla a Netflix y valorarla por casi 90 veces sus beneficios, mientras que aquellos interesados en una valoración a la baja tratarán de relacionarla más con otras como Akazoo o incluso twitter.

Por otro lado, la valoración de Spotify por este múltiplo encuentra otro problema en el valor negativo de su resultado del ejercicio de 2019, como se muestra en la siguiente tabla. Se trata pues de un problema insalvable, que nos impide ni siquiera reflejar ningún valor con sentido de Spotify, pues el resultado que se obtendría sería negativo, lo que llevaría a la conclusión de que la empresa tendría más valor disuelta que en funcionamiento.

Tabla 4: Resultado del ejercicio de 2019 de Spotify Technology S.A.

Cuenta de Resultados	2019
OPERACIONES CONTINUADAS	
Importe cifra de negocios	6.764
Coste de ventas	(5.042)
Gastos de marketing	(826)
Gastos de I+D	(615)
Gastos generales y administrativos	(267)
Amortización	(87)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	(73)
Ingresos financieros	31
Gastos financieros	(43)
Ingresos (gastos) por cambio de divisas	6
Otros ingresos (gastos) no operacionales	(52)
RESULTADO FINANCIERO	(58)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	(131)
Impuesto sobre beneficios	(55)
Resultado del ejercicio	(186)

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Spotify S.A.

Como reflexión, podemos determinar que el P/E ratio, tan utilizado en la valoración de empresas, resulta de gran utilidad para valorar empresas con unos resultados anuales estables y que operan en una industria madura donde resulta relativamente sencillo encontrar empresas comparables. Sin embargo, pierde esa utilidad cuando se dirige a valorar empresas con grandes expectativas de crecimiento y sin un grupo de empresas comparables fiable.

2.2.2 Otros múltiplos

Además del P/E ratio, podemos encontrar multitud de ratios que relacionan distintos elementos de la cuenta de resultados, dentro de los cuales podemos destacar el ratio EV/Ventas o el ratio EV/EBITDA²¹. El primero relaciona el valor de la empresa con sus ventas, mientras que el segundo lo hace con sus beneficios antes de intereses, impuestos y amortización. Se trata de métodos cuya principal ventaja reside en la sencillez y que se utilizan en gran medida para compañías de Internet y expuestas a un gran crecimiento, las cuales suelen estar expuestas a la falta de beneficios, lo que imposibilita la tarea de utilizar múltiplos más complejos²²

Para nuestro caso, esta última venta se antoja fundamental, pues nos van a permitir valorar Spotify pese a no tener beneficios. En concreto, vamos a utilizar el ratio EV/ventas del grupo de empresas comparables a tal efecto. Para su cálculo debemos emplear la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio EV/ventas} = \frac{\text{Valor de la compañía (EV)}}{\text{Importe cifra de negocios}}$$

Como se puede apreciar en la siguiente tabla, en todas las empresas que forman el “peer group” es posible obtener el ratio EV/Ventas, puesto que las ventas siempre son positivas. Por otro lado, existe también un cierto grado de dispersión entre los distintos múltiplos, donde encontramos que Netflix está valorada en 8,6 veces sus ventas, mientras que otras como Akazoo lo están a 0,6 veces sus ventas. En consecuencia, cabe dudar de la precisión de la valoración que se va a realizar de Spotify a partir de este múltiplo.

²¹ Por sus siglas en inglés, Enterprise value / Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization.

²² *Manual de valoración de empresas*. EVALORA, 2018.

Tabla 5: EV/Ventas del "Peer Group" de Spotify Technology S.A

Peer Group	EV/Ventas LTM
Netflix	8,6x
Sirius XM Holdings Inc	4,0x
Roku	9,7x
Twitter	5,3x
Tencent Music	4,2x
iQIYI	3,3x
Akazoo	0,6x
Mavshack AB	1,8x
Cineworld Group plc (LSE:CINE)	2,1x
Snap Inc	10,8x
Media Peer Group	5,0x

Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos de IQ Capital

Una vez tenemos todos los múltiplos, se procede al cálculo del EV/ventas medio, que en este caso es de 5x. Después, será suficiente con recoger el importe neto de la cifra de negocios de Spotify a partir de sus cuentas anuales, cuyas cifras se exponen en millones de euros en la siguiente tabla.

Tabla 6: EBITDA del ejercicio 2019 de Spotify Technology S.A

Cuenta de Resultados	2019
OPERACIONES CONTINUADAS	
Importe cifra de negocios	6.764
Coste de ventas	(5.042)
Gastos de marketing	(826)
Gastos de I+D	(615)
Gastos generales y administrativos	(267)
EBITDA	14

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Spotify S.A.

El importe neto de la cifra de negocios de Spotify durante el ejercicio 2019 fue de 6.764 millones de euros. Si a este importe le aplicamos el múltiplo de 5x de la media de su "Peer Group", obtenemos un valor de la empresa de 34.090,6 millones de euros.

La valoración resultante es sustancialmente más elevada y precisa que la obtenida a través del valor contable. Sin embargo, la utilidad de los métodos de valoración por múltiplos se ve reducida cuanto más difícil resulta encontrar un grupo homogéneo y preciso de empresas comparables. Sin embargo, se trata de un método relativamente fácil de utilizar y que puede resultar muy útil como punto de partida de nuestra valoración, como paso previo a una valoración por descuento de flujos de caja.

2.3 Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio

Los métodos de valoración basados en el balance no solo dejan a un lado las expectativas de crecimiento de una empresa, sino que también se muestran incapaces de reflejar su fondo de comercio, que podemos definir como un activo intangible que no suele estar reflejado en la contabilidad y que justifica la diferencia entre el valor de una empresa en su conjunto y el valor del activo neto de la empresa por separado²³.

Con el objetivo de reflejar el fondo de comercio en la valoración de la empresa los métodos mixtos tratan de añadir cierta dinamicidad a la valoración contable de la empresa tratando de cuantificar el valor que la misma generará en el futuro²⁴. Así, el método clásico de valoración mixto sería:

$$V = \text{Activo} + (n \times \text{Beneficio neto})$$

De este modo el valor de la empresa sería igual al Activo más el resultado de multiplicar el beneficio neto por un coeficiente “n”. Como se puede apreciar, se trata de una fórmula algo simplista y expuesta a una gran subjetividad, debido a la dificultad para calcular el coeficiente “n”. En consecuencia, no utilizaremos este método en nuestra valoración.

2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de caja

La relevancia de los métodos anteriormente ha sido relativamente significativa en el pasado. Sin embargo, se han visto desplazados en cuanto a su importancia por el método de valoración basado en el descuento de flujos de caja o DCF²⁵, que, en palabras de Pablo Fernández, “constituye el único método de valoración conceptualmente correcto”, pues el valor real de una empresa, asumiendo su continuación en el tiempo, viene dado por su capacidad para generar dinero. Así, el fin último de este método es el cálculo del valor presente de la empresa a través del descuento a una tasa determinada de los flujos de caja que la empresa generará en el futuro.

El modelo de descuento de flujos de caja basa sus cálculos en la generación de recursos, teniendo en cuenta las inversiones requeridas en el tiempo para la obtención de esos

²³ Oyewobi, I. (2019). *What Valuation of Business and Goodwill Means*. International Journal of Business and Management Invention, Volumen 8, febrero de 2019.

²⁴ Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento de Investigación DI-771 noviembre, 2008.

²⁵ Por sus siglas en inglés, “Discounted Cash Flow model”

recursos. Además, incorpora conceptos como el riesgo, mediante la tasa de descuento, y tiene en cuenta las expectativas que recaen sobre el futuro de la compañía, al contrario que los métodos estáticos. Por lo expuesto, podemos determinar que los dos principales elementos que la empresa debe tener para obtener una valoración precisa a través del DCF serían unos flujos de caja positivos y una tasa de descuento que refleje con exactitud el nivel de riesgo de la empresa. La fórmula general utilizada en el DCF es la siguiente:

$$V = \frac{CF1}{1+k} + \frac{CF2}{(1+k)^2} + \frac{CF3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CFn + VRn}{(1+k)^n}$$

Donde “CFi” son los flujos de caja generados por la empresa, “K” es la tasa de descuento y “VRn” es el valor residual de la empresa en el año “n”. Las proyecciones de los flujos de caja de se realizan para un período determinado, normalmente entre los 5 y 10 años. Sin embargo, bajo el concepto de “empresa en funcionamiento” se considera que la empresa va a seguir operando indefinidamente. En este contexto, surge la necesidad de recoger el valor de la empresa durante ese periodo infinito. Así, surge el concepto de “Valor residual”, que podemos definir como “el valor futuro de los flujos de efectivo esperados por la empresa en el resto de su vida infinita tras el período discreto”²⁶.

2.4.1 Los flujos de caja

Los distintos métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja surgen como resultado de los distintos flujos de caja que nos podemos encontrar. Así, podemos encontrar, entre otros, los flujos de caja libre, los flujos de caja para los accionistas o los flujos de caja para la deuda. El uso de uno u otro dependerá del objetivo de nuestra valoración. Por ejemplo, si lo que se pretende valorar es el valor de mercado de la deuda, se deberán descontar los flujos de caja para la deuda y se hará a la tasa de descuento que represente el coste de la deuda para la empresa o “kd”.

En este trabajo, nuestro objetivo es el de determinar el valor de la empresa o “enterprise value” de Spotify. En consecuencia, deberemos tomar como referencia los flujos de caja libres. Una vez determinado este valor, el valor de sus recursos propios se calculará mediante la diferencia entre ese “enterprise value” y su Deuda financiera Neta²⁷.

²⁶ Ramirez, A. (2012) *El papel del Valor Residual en el Valor de la empresa*. Revista Española de Capital Riesgo.

²⁷ El valor de los recursos propios podría calcularse directamente con los flujos de caja de los accionistas

Con el fin de determinar los flujos de caja libres que Spotify generará en el futuro, debemos conocer todos los elementos que intervienen en su cálculo a fin de realizar una estimación del valor de los mismos en los próximos años. Para su cálculo, el beneficio antes de impuestos e intereses o EBIT²⁸ será nuestro punto de partida. Sin embargo, el valor del EBIT reflejado en las cuentas contables está sujeto al principio de devengo, por el cual los hechos económicos se registran cuando ocurren, con independencia del momento del cobro o ingreso. Por ello y puesto que lo que se busca es obtener el flujo de dinero que realmente genera la empresa, será necesario realizar ajustes al valor del EBIT para determinar el valor preciso del flujo de caja libre de la empresa. Así, este último se obtendrá a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{Flujo de caja libre} = \text{EBIT} * (1 - \text{impuestos}) + \text{amortizaciones} - \Delta \text{NOF} - \text{Capex}$$

En relación con esta fórmula conviene aclarar los conceptos de NOF o necesidades operativas de financiación y el Capex²⁹ o incremento de activos fijos. Las necesidades operativas de financiación son las inversiones netas requeridas en el transcurso de la actividad de la empresa y deben entenderse como un activo³⁰. Por otro lado, el Capex se refiere a los fondos que utiliza una empresa para la compra, mejora o mantenimiento de activos a largo plazo para mejorar la eficiencia o la capacidad de la empresa.

A continuación, se muestra la cuenta de Pérdidas y Ganancias de Spotify de los últimos 5 años y el valor de los porcentajes de cada cuenta con respecto al importe de la cifra de negocios. Esta Información será nuestro punto de partida para el cálculo de las estimaciones de los flujos de caja libre de Spotify en los próximos años.

²⁸ Por sus siglas en inglés, “*Earnings before interest and taxes*”

²⁹ Por sus siglas en inglés, “*Capital expenditures*”

³⁰ Calleja, J. L. (2008). *El fondo de maniobra y las necesidades operativas de financiación*. Departamento de Publicaciones del IE Business School, 28 septiembre, 2008.

Tabla 7: Cuenta de Pérdidas y Ganancias del periodo 2015-2019 de Spotify Technology S.A

PYG DE SPOTIFY (en millones de €)										
	2015	% año 2015	2016	% año 2016	2017	% año 2017	2018	% año 2018	2019	% año 2019
OPERACIONES CONTINUADAS										
Importe cifra de negocios	1.940	100,0%	2.952	100,0%	4.090	100,0%	5.259	100,0%	6.764	100,0%
Coste de ventas	(1.714)	-88,4%	(2.551)	-86,4%	(3.241)	-79,2%	(3.906)	-74,3%	(5.042)	-74,5%
Gastos generales	(295)	-15,2%	(505)	-17,1%	(778)	-19,0%	(873)	-16,6%	(1.093)	-16,2%
Gasos de I+D	(136)	-7,0%	(207)	-7,0%	(396)	-9,7%	(493)	-9,4%	(615)	-9,1%
Amortización	(30)	-1,5%	(38)	-1,3%	(54)	-1,3%	(32)	-0,6%	(87)	-1,3%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	(235)	-12,1%	(349)	-11,8%	(379)	-9,2%	(45)	-0,8%	(73)	-0,8%
Ingresos financieros	2	0,1%	5	0,2%	19	0,5%	25	0,5%	31	0,5%
Gastos financieros	(1)	-0,1%	(5)	-0,2%	(3)	-0,1%	(4)	-0,1%	(43)	-0,6%
Ingresos (gastos) por cambio de divisas	(3)	-0,2%	86	2,9%	(143)	-3,5%	26	0,5%	6	0,1%
Otros ingresos (gastos) no operacionales	12	0,6%	(272)	-9,2%	(727)	-17,8%	(175)	-3,3%	(52)	-0,8%
RESULTADO FINANCIERO	10	0,5%	(186)	-6,3%	(854)	-20,9%	(128)	-2,4%	(58)	-0,9%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	(225)	-11,6%	(535)	-18,1%	(1.233)	-30,1%	(173)	-3,3%	(131)	-1,9%
Impuesto sobre beneficios	5	0,3%	4	0,1%	2	0,0%	(95)	-1,8%	55	0,8%
RESULTADO DEL EJERCICIO	(230)	-11,9%	(539)	-18,3%	(1.235)	-30,2%	(78)	-1,5%	(186)	-2,7%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información extraída de las cuentas anuales de Spotify

Uno de los principales retos que debemos enfrentar a la hora de realizar una valoración por descuento de flujos de caja es la estimación precisa de los resultados de la compañía en los años venideros. De ahí la necesidad de establecer un período finito a tal efecto, a fin de evitar realizar proyecciones significativamente inciertas y que puedan alejarse demasiado de la realidad. En este sentido, esta tarea de estimación será más sencilla cuanto más estable sean los resultados de la empresa. Sin embargo, de la información reflejada en la tabla anterior podemos concluir justamente lo contrario.

De acuerdo al profesor Aswath Damodaran, hay tres formas básicas de estimar el crecimiento de una empresa³¹. La primera consiste en analizar el crecimiento de sus ventas pasadas, es decir, su crecimiento histórico. Mientras que puede ser una forma útil al valorar empresas estables, existen bastantes limitaciones en utilizar la tasa de crecimiento histórica para realizar las proyecciones, pues circunstancias tanto macroeconómicas como internas de la industria o de la empresa pueden alterar el crecimiento futuro. La segunda consiste en confiar en los informes periódicos de analistas que siguen la evolución de la empresa. A menudo, cuentan con más información que la disponible para una persona común y el estudio de dos o más informes permitir establecer un rango de crecimiento relativamente preciso. Finalmente, se podría estimar el crecimiento a partir de un estudio de las distintas inversiones en activos realizadas por la empresa.

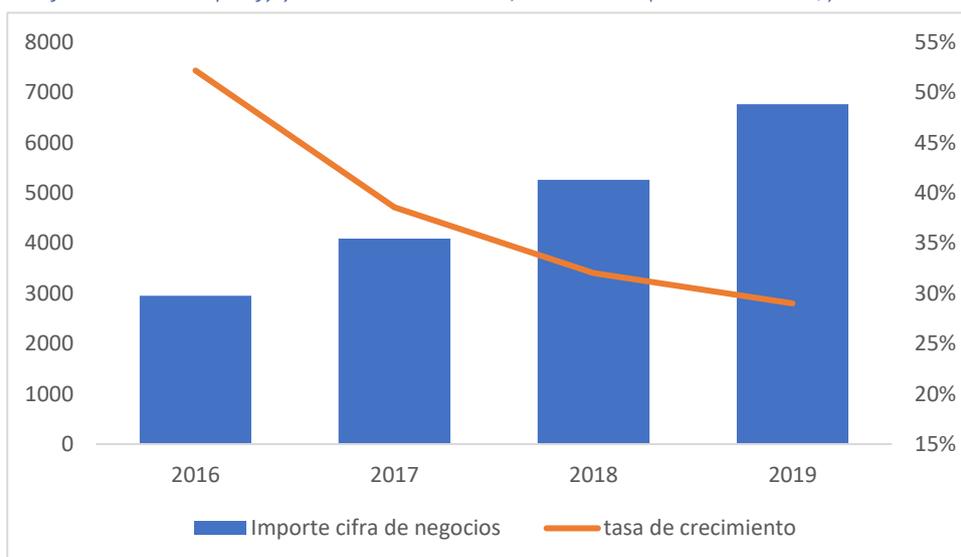
En definitiva, podemos concluir que no existe un método definitivo que nos permita fijar con exactitud cuáles serán los resultados de la empresa en los próximos años. Ahora bien, el objetivo que debemos perseguir será el de realizar un ejercicio de racionalidad y pensamiento crítico, que nos permita plantear y asumir una serie de supuestos lógicos que conduzcan a unas estimaciones realistas de lo que podría ser el devenir de la empresa. En este contexto, a fin de realizar tal estimación, utilizaremos como punto de partida el crecimiento histórico. Sin embargo y teniendo en cuenta que este método resulta menos fiable cuanto menos estable es la empresa, se tendrá en cuenta también

³¹ Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. ED. Wiley, 2002. 2 edición.

la información contenida en la memoria, el análisis de las cinco fuerzas de Porter realizado en este trabajo e informes de analistas de JP Morgan³² y Credit Suisse³³.

Spotify se encuentra aún fase de crecimiento (sus ventas se han multiplicado por más de 3 veces en apenas 4 años) y opera en una industria que, como se ha visto en este trabajo, está empezando un período de crecimiento que se encuentra sostenido principalmente por el modelo de negocio del streaming. Según diversos informes³⁴, el streaming tiene el potencial de llevar a la industria de la música grabada a duplicar sus ventas en diez años. Sin embargo, diversos factores, entre los que podemos destacar la competencia de grandes empresas como Apple o Amazon o la maduración de la empresa, amenazan la tasa de crecimiento actual de Spotify. En concreto, la memoria anual de Spotify señala que “no podemos asegurar que el crecimiento de los ingresos que hemos experimentado en los últimos años continuará en el mismo ritmo (...). Esperamos que, en el futuro, nuestra tasa de crecimiento de los ingresos pueda disminuir”³⁵.

Gráfico 4: Ventas Spotify y tasa de crecimiento, 2016-2019 (en millones de \$)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Goldman Sachs

Por lo expuesto, parece claro que Spotify no va a poder mantener la tasa de crecimiento de ventas actual, situada en torno al +29% el últimos año. Geográficamente, Spotify está presente en 4 regiones principales: Europa, Norte América, América Latina y el Resto del

³² Spotify. J.P. Morgan, North America Equity Research, 28 de octubre de 2019.

³³ Spotify Technology: Lowering Forecast for COVID-19 and Recession. Credit Suisse, equity research, 5 de abril de 2020.

³⁴ Updated of MUSIC IN THE AIRSTAIRWAY TO HEAVEN. Equity research, Goldman Sachs. 2019

³⁵ Memoria anual Spotify S.A., año 2019

Mundo. Mientras que el número de usuarios en Europa y Norte América, sus dos principales regiones, crecieron un 26% y un 17% respectivamente, en América Latina lo hizo en un 34% y en el Resto del Mundo en un 78%. En conclusión, aunque el negocio de Spotify se acerca a su nivel de madurez en Europa y América del Norte, todavía tiene grandes oportunidades en las otras regiones geográficas, que podrían sostener una tasa de crecimiento considerable en los dos o tres próximos años.

Con todo ello, se va a asumir en este trabajo un escenario base de crecimiento en el que las ventas de Spotify mantienen un crecimiento por encima del 20% en los tres próximos años, sostenido principalmente por la expansión en América Latina y en el Resto del Mundo³⁶. Durante los siguientes 5 años (2023-2027), se estima que la tasa de crecimiento se irá reduciendo paulatinamente hasta situarse próxima a los niveles de inflación, a medida que Spotify alcanza su nivel de madurez en todas las regiones.

Por otro lado, para el resto de partidas se tendrá en cuenta el porcentaje de las ventas que representan en el último año, aunque introduciendo ciertos ajustes. En primer lugar, el coste de ventas depende principalmente de los acuerdos de remuneración de los artistas. Como se comentó en el análisis Porter, el poder de negociación de los artistas es elevado, lo que conlleva unos costes de venta tan elevados, en torno al 75% de las ventas totales en 2019. Sin embargo, el mismo coste representaba un 88,4% en 2015. Así, existe margen para seguir reduciendo el mismo coste a medida que las ventas sigan creciendo y los artistas sigan aumentando sus ingresos a través de Spotify. En este caso, asumiremos un escenario en el que el porcentaje de coste de ventas se irá reduciendo anualmente un 1% hasta estabilizarse en el 70% en 2024. En la misma línea, se asume que como consecuencia de las economías de escala los gastos generales se irán reduciendo en la misma medida hasta estabilizarse en un 12% de las ventas en 2024.

A continuación, se muestra la estimación de la cuenta de Pérdidas y Ganancias de Spotify para el período 2020-2027.

³⁶ El informe de JP Morgan de Spotify estima un crecimiento de las ventas del 26% para 2020 y del 23% para 2021.

Tabla 8: Proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2020-2027) de Spotify Technology S.A.

PYG DE SPOTIFY (en millones de €)								
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
OPERACIONES CONTINUADAS								
Importe cifra de negocios	8.523	10.568	12.787	15.345	17.800	19.758	21.339	22.406
Coste de ventas	(6.222)	(7.609)	(9.079)	(10.895)	(12.638)	(13.831)	(14.937)	(15.684)
Gastos generales	(1.364)	(1.585)	(1.790)	(1.995)	(2.136)	(2.371)	(2.561)	(2.689)
Gastos de I+D	(719)	(891)	(1.079)	(1.294)	(1.501)	(1.666)	(1.800)	(1.890)
Amortización	(103)	(128)	(155)	(186)	(215)	(239)	(258)	(271)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	116	355	685	975	1.309	1.651	1.783	1.872
Ingresos financieros	28	35	43	51	59	66	71	75
Gastos financieros	(17)	(21)	(26)	(31)	(36)	(40)	(43)	(45)
Ingresos (gastos) por cambio de divisas	(3)	(3)	(4)	(5)	(6)	(6)	(7)	(7)
Otros ingresos (gastos) no operacionales	(85)	(106)	(128)	(153)	(178)	(198)	(213)	(224)
RESULTADO FINANCIERO	(77)	(95)	(115)	(138)	(160)	(177)	(192)	(201)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	39	260	570	838	1.150	1.474	1.591	1.671
Impuesto sobre beneficios	0	65	143	209	287	368	398	418
RESULTADO DEL EJERCICIO	39	195	428	628	862	1.105	1.194	1.253

Fuente: elaboración propia

Con las estimaciones realizadas, se procede al cálculo de los flujos de caja libres para cada año. Usando el EBIT como punto de partida, restaremos en primer lugar el efecto de la tasa impositiva. Dado que Spotify está presente en 79 países, resulta procedente fijar una tasa impositiva promedio global, que actualmente es del 23,79%, según KPMG³⁷. Después deberemos sumarle las amortizaciones, puesto que las mismas no suponen ninguna salida de caja. Finalmente deberemos restar el incremento en las necesidades operativas de financiación y las inversiones en activos o Capex.

La estimación de las NOF puede vincularse a las ventas, puesto que obedecen a las necesidades de inversión para la propia actividad de explotación de la empresa. Así, se calculará las NOF de la empresa en los últimos 5 años a partir de la fórmula mostrada a continuación y después se calculará el porcentaje promedio que representan con respecto a las ventas, para después aplicar ese porcentaje a las ventas estimadas para los años siguientes.

$$NOF = \text{clientes} + \text{inventarios} + \text{pagos anticipados operativos} - \text{proveedores} - \text{otros gastos operativos pendientes} \quad 38$$

³⁷ Corporate tax rates table. KPMG: <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

³⁸ Hawawini, G., and Viallet, C. (2010) *Finance for executives: Managing for value creation*. Cengage Learning (4th Ed.)

Tras aplicar esta fórmula, obtenemos que las NOF de Spotify para el periodo 2015-2019 fueron:

Tabla 9: Necesidades Operativas de Financiación (2015-2019) de Spotify Technology S.A.

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
Deudores	247	306	360	402	406
Acreedores	(119)	(139)	(242)	(295)	(377)
Gastos acumulados	(485)	(718)	(972)	(1.194)	(1.579)
Ingresos a distribuir	(92)	(149)	(216)	(258)	(319)
NOF	(449)	(700)	(1.070)	(1.345)	(1.869)

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Spotify

El porcentaje promedio que representaron las NOF respecto a las ventas es del -25,2%, el cual se aplicará a las ventas estimadas para calcular las NOF correspondientes a cada año. El hecho de que la cifra de las NOF sea negativa es consecuencia del modelo de suscripción que caracteriza a Spotify, por el cual los usuarios pagan sus cuotas periódicamente y de forma temprana a los usuarios, pero la empresa no paga con la misma celeridad a sus proveedores.

Finalmente faltaría por estimar el CAPEX, cuya estimación resulta más compleja. Así, más allá de la información contenida en la memoria anual de Spotify donde se estima un CAPEX de 142 millones de euros durante el año 2020, se desconoce cuánto podrá ser en los siguientes años. En consecuencia, se estima que el mismo seguirá siendo algo superior a la amortización durante los dos años siguientes, para financiar la inversión en activos necesaria para la expansión de Spotify por América Latina y el resto del mundo. A partir de 2023, momento en el que hemos considerado que el negocio de Spotify entrará en su madurez (estabilización de los niveles de costes y reducción de la tasa de crecimiento a niveles por debajo del 10%), se otorgará al CAPEX el mismo valor que el de las amortizaciones, asumiendo que las inversiones a partir de ese año estarán destinadas a mantener un nivel de activos constante.

A continuación, se muestra la estimación de los flujos de caja libres de Spotify para el período 2020-2027.

Tabla 10: Estimación de los flujos de caja libre (2020-2027) de Spotify Technology S.A.

	Flujos de caja libre de SPOTIFY (en millones de €)							
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
OPERACIONES CONTINUADAS								
Importe cifra de negocios	8.523	10.568	12.787	15.345	17.800	19.758	21.339	22.406
Coste de ventas	(6.222)	(7.609)	(9.079)	(10.895)	(12.638)	(13.831)	(14.937)	(15.684)
Gastos generales	(1.364)	(1.585)	(1.790)	(1.995)	(2.136)	(2.371)	(2.561)	(2.689)
Gastos de I+D	(719)	(891)	(1.079)	(1.294)	(1.501)	(1.666)	(1.800)	(1.890)
Amortización	(103)	(128)	(155)	(186)	(215)	(239)	(258)	(271)
EBIT	116	355	685	975	1.309	1.651	1.783	1.872
EBIT * (1-T)	88	270	522	743	998	1.258	1.359	1.427
AMORTIZACIÓN	103	128	155	186	215	239	258	271
NOF	(2.152)	(2.668)	(3.228)	(3.874)	(4.494)	(4.988)	(5.387)	(5.656)
INC NOF	(283)	(516)	(560)	(646)	(620)	(494)	(399)	(269)
CAPEX	142	150	160	186	215	239	258	271
FCF	331,72	764,51	1.076,91	1.388,93	1.617,68	1.752,51	1.757,90	1.696,16

Fuente: elaboración propia

2.4.2 EL WACC

Tras las estimación de los flujos de caja, el siguiente paso es el de determinar la tasa de descuento. Esta tasa de descuento en el modelo de valoración a partir de los flujos de caja libres recibe el nombre de WACC³⁹ o coste medio pondera de capital. En la medida en la que se está valorando el “enterprise value” (deuda más acciones), el WACC se calcula mediante la ponderación del coste de la deuda (kd) y el coste de las acciones (ke)⁴⁰. La fórmula utilizada es la siguiente:

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

Donde ke y kd representan el coste de los recursos propios y la deuda respectivamente, y los ratios “E/D+E” Y “D/D+E” reflejan la proporción en la que la estructura de capital de la empresa está compuesta por recursos propios y por deuda, respectivamente.

En primer lugar, **el coste de los recursos propios** se va a calcular a partir del modelo de equilibrio de activos financieros o CAPM⁴¹. Este modelo parte de la base de que un inversor que realice una inversión en cualquier activo con riesgo deberá obtener a cambio una rentabilidad superior a la rentabilidad esperada para un activo libre de riesgo o “rf”. Esa mayor rentabilidad va a venir dada por la prima de riesgo, que será la diferencia entre

³⁹ Por sus siglas en inglés, “Weighted Average Cost of Capital”

⁴⁰ Fernández, Pablo. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento de Investigación DI-771 noviembre, 2008.

⁴¹ Por sus siglas en inglés, *Capital Asset Pricing Model*.

la rentabilidad de mercado y la rentabilidad del activo libre de riesgo. Esta prima de mercado se ajustará a la situación de la empresa mediante la Beta de la empresa, que mide la covarianza entre la acción de la empresa y el mercado, es decir, mide la relación de la empresa ante los cambios del mercado. De este modo, la formula a utilizar será:

$$ke = rf + \beta * (\bar{r}m - rf)^{42}$$

Como se ha mencionado anteriormente, Spotify opera a nivel mundial en más de 70 países. Sin embargo, cotiza en el mercado americano a través de la bolsa de Nueva York. En consecuencia, la prima de riesgo y la rentabilidad libre de riesgo a utilizar serán las propias del mercado norteamericano. Para la rentabilidad libre de riesgo se va a seleccionar como referencia el bono americano a 10 años, que en la actualidad se sitúa en el 0,57%⁴³. Para la prima de riesgo, se va a usar el valor establecido por el profesor Aswath Damodaran para el mes de abril, que la sitúa en el 6,01%⁴⁴. Finalmente, faltaría determinar la Beta. En este caso y como Spotify cotiza en bolsa, la propia Beta de la empresa es conocida y no hará falta recurrir a ninguna fórmula para su cálculo. En concreto, el valor de su beta es de 1,41⁴⁵. Introduciendo estos datos obtenemos que el coste de los recursos propios de Spotify es el siguiente:

$$ke = 0,57\% + 1,41 * 6,01\% = 9,04\%$$

Por otro lado, debemos proceder al cálculo del coste de la deuda. En este caso, no se conocen emisiones de deuda por parte de Spotify. En consecuencia, se utilizará el coste promedio de la industria del Entretenimiento. De acuerdo al profesor Damodaran, la industria en la que opera Spotify sería la del Entretenimiento, cuyo coste de deuda promedio se sitúa en el 3,67%⁴⁶. Este coste de la deuda está en línea con la rentabilidad de los bonos emitidos por empresas comparables como Netflix, cuya rentabilidad de sus bonos es del 3,63%⁴⁷. A este coste de la deuda se le restará el efecto impositivo derivado

⁴² Copeland, T. Weston, J. y Shastri, K. (2004) *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley, Ed. 4, 2004.

⁴³ Datosmacro.com (2020): <https://datosmacro.expansion.com/bono/usa> del 21/04/2020.

⁴⁴ Damodaran, A. (2020) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Última actualización: 1 de abril de 2020.

⁴⁵ Yahoo finance (2020): <https://datosmacro.expansion.com/bono/alemania> del 08/06/2020

⁴⁶ Damodaran, A. (2020) *Cost of Capital by sector*.

⁴⁷ Market Insider (2020): https://markets.businessinsider.com/bonds/netflix_incdl-notes_201515-25-bond-2025-us64110lal09 del 27/04/2020

de la ventaja fiscal como consecuencia del endeudamiento de la empresa. El coste de la deuda sería el siguiente

$$kd = 3,67\% * (1 - 23,79\%) = 2,80\%$$

Finalmente, faltaría por determinar la estructura de capital de la empresa. Con su salida a bolsa en 2018, Spotify convirtió gran parte de su deuda en acciones, dejando atrás los grandes niveles de endeudamiento de sus inicios. A 31 de diciembre de 2019, su estructura de capital está compuesta por 34.829 millones de euros en recursos propios (valorados a precio de mercado⁴⁸) y 629 millones en deuda. Sin embargo, el balance de Spotify a fecha de cierre de 2019 muestra una caja superior a los 1.000 millones de euros, que nos conduce a una deuda financiera neta negativa, de modo que nos lleva a determinar a efectos del cálculo del wacc que la estructura de capital de la empresa está formada solo por recursos propios.

Por todo ello, estas cifras sacan a relucir una estructura de capital compuesta en un 100% en recursos propios y un 0% en deuda. En consecuencia, el coste medio ponderado de capital o WACC de Spotify es el siguiente:

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

$$WACC = 100\% * 8,79\% + 0 = 9,04\%$$

2.4.3 Valor Residual

Como se mencionó anteriormente, las proyecciones de los flujos de caja se realizan por un periodo finito, pero se asume que la empresa seguirá en funcionamiento. Por lo tanto, surge la necesidad de recoger el valor que se generará a partir de esos futuros flujos de caja, que se conoce como “valor residual”. A tal efecto, se utilizará la siguiente fórmula:

$$Valor\ residual\ 2027 = \frac{FCL_{2027} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

El único elemento que faltaría por determinar sería la tasa de crecimiento de la empresa a perpetuidad o “g”. En este escenario base utilizado para la valoración de Spotify, se ha determinado que la tasa de crecimiento de la empresa irá decreciendo paulatinamente

⁴⁸ Yahoo finance (2020): <https://finance.yahoo.com/quote/SPOT?p=SPOT> del 08/06/2020

hasta 2027, punto en el que la empresa alcanzará la madurez en todas las regiones donde opera. A partir de este año, se considera que la tasa de crecimiento se situará 100 puntos básicos por encima de la tasa de inflación, que según objetivos del Banco Central Europeo se sitúa próxima al 2%⁴⁹. Así pues, se va a usar una tasa de crecimiento del 3% a perpetuidad, lo que supone un valor residual de:

$$\text{Valor residual 2027} = \frac{1.696,16 * (1 + 3\%)}{(9,04\% - 3\%)} = 14.459,57 \text{ millones de €}$$

2.4.4 Valor de la empresa

Tras la estimación de los flujos de caja libres para el periodo 2020-2027, el valor residual de la empresa en el año 2027 y el cálculo del WACC, podemos proceder al descuento de los flujos de caja a fin de obtener el valor de la empresa o “enterprise value” de Spotify a través de la siguiente fórmula:

$$EV = \frac{FCL_{2020}}{1 + WACC} + \frac{FCL_{2021}}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + WACC)^4} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + WACC)^5} \\ + \frac{FCL_{2025}}{(1 + WACC)^6} + \frac{FCL_{2026}}{(1 + WACC)^7} + \frac{FCL_{2027} + VR_{2027}}{(1 + WACC)^8}$$

Mediante esta fórmula y con los datos necesarios ya calculados, obtenemos que el valor de Spotify sería (flujos de caja en millones de €):

$$EV = \frac{331,72}{1 + 9,04\%} + \frac{764,51}{(1 + 9,04\%)^2} + \frac{1.076,91}{(1 + 9,04\%)^3} + \frac{1.617,68}{(1 + 9,04\%)^4} + \frac{1.752,51}{(1 + 9,04\%)^5} \\ + \frac{1.752,51}{(1 + 9,04\%)^6} + \frac{1.757,90}{(1 + 9,04\%)^7} + \frac{1.696,16 + 28.904,98}{(1 + 9,04\%)^8}$$

$$\mathbf{EV = 21.118,75 \text{ millones de €}}$$

A partir de la diferencia entre el valor de la empresa y la deuda financiera neta se puede calcular el valor de los recursos propios. En este caso, el valor de la deuda financiera neta de Spotify es de -972 millones de euros, por lo que el valor de los recursos propios sería de 22.090,75 millones de euros. El precio por acción sería de 122,07€.

⁴⁹ BCE (2020): <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.es.html>

Capítulo 4 Valoración por usuarios

1 Introducción a la valoración de Spotify por usuarios

Hasta ahora, el trabajado se ha centrado en el estudio de los métodos clásicos de valoración y en la valoración de Spotify a través de los mismos, dando lugar a resultados más o menos precisos. Así, el hecho de no estar todavía en beneficios ha imposibilitado su valoración a través de múltiplos como el PER y la poca estabilidad de sus resultados y la faltad de maduración de su modelo de negocio han dificultado su valoración a través del modelo de descuento de flujos, en la medida en la que estimar sus resultados futuros con precisión resulta una tarea sumamente compleja.

Spotify podría encuadrarse dentro de ese grupo de empresas tecnológicas tan características de estas últimas décadas, cuyos máximos exponentes serían Apple, Google, Facebook o Microsoft. Se trata de empresas que ofrecen modelos de negocio tan particulares y, a menudo tan alejados de los más tradicionales, que resulta difícil realizar una valoración de los mismos que recojan todos los principales elementos. Así, la valoración realizada anteriormente a través del modelo de Descuentos de los Flujos de Caja no permite analizar la importancia para Spotify del número de usuarios, su naturaleza o su nivel de uso de la plataforma.

Por lo expuesto, en este apartado se procede a analizar el modelo de negocio de Spotify en relación con sus usuarios, con el fin de alcanzar una comprensión suficiente del mismo y poder establecer unas hipótesis de trabajo que nos permitan la valoración de la compañía a través de sus usuarios. El objetivo de la valoración será realizar una suerte de “sum of the parts valuation”⁵⁰, en la que se valorarán individualmente los resultados operativos de ventas de tantas “unidades de negocio” como grupos de usuarios podamos identificar para su posterior incorporación en la estructura de costes generales, CAPEX y NOF definida para el modelo de descuento de flujos de caja.

⁵⁰ “La valoración de la Suma de las Partes (SOTP) es un enfoque para valorar una empresa mediante la evaluación por separado del valor de cada segmento de negocio o filial y la suma de los mismos para obtener el valor total de la empresa”. Sum of The Parts (SOTP) Valuation. Corpotate Finance Institute

1.1 El modelo freemium

En 2006, el empresario estadounidense Fred Wilson popularizó un modelo de negocio en que se ofreciera "un servicio de forma gratuita, posiblemente con soporte publicitario pero tal vez no, adquiriera muchos clientes de forma muy eficiente a través del boca a boca, redes de referencia, marketing de búsqueda orgánica, etc., y luego ofrezca servicios de valor añadido de precio superior o una versión mejorada de su servicio a su base de clientes". Un modelo que enseguida pasó a conocerse como modelo freemium, por la combinación de las palabras en inglés de "free" y "premium".

El modelo freemium consiste en la oferta de un producto o servicio básico de manera gratuita, al mismo tiempo que se ofrece la opción de un pago para acceder al producto o servicio más desarrollado, ya sea a través de más funcionalidades, acceso a un mayor contenido o mejora de la experiencia del usuario mediante, por ejemplo, la eliminación de los anuncios. Este modelo surge como una opción para evitar la falta de crecimiento por la poca disposición de los clientes o usuarios potenciales a pagar por el acceso a la plataforma en cuestión.

De este modo, podemos establecer dos objetivos fundamentales de este modelo de negocio. Por un lado, el principal objetivo es el crecimiento, de tal manera que la oferta de un servicio gratuito permite aumentar rápidamente el número de usuarios, a fin de acercar el producto o servicio al mayor número de personas posible. Por otro lado, la inclusión en el servicio gratuito de publicidad permite establecer una fuente de ingresos que mantenga la viabilidad de la empresa durante la fase de crecimiento y antes de la entrada de los usuarios premium, o incluso establecer la fuente de ingresos principal de la empresa, si nuestro idea de negocio pasa por tener una mayoría de usuarios gratuitos.

Finalmente, los objetivos para que un modelo freemium sean rentables pasan por tener un gran número de usuarios activos y conseguir que el mayor número de estos se correspondan con usuarios de pago y si es posible, tratar que cada usuario pague la cuota de suscripción más alta posible⁵¹.

⁵¹ *Nuevos Modelo de Negocio en la Era Digital*. Liber (2014)

1.2 El modelo freemium: Spotify

Desde su creación, Spotify se ofreció gratuitamente a un número limitado de usuarios a través de un sistema de invitaciones. Al mismo tiempo, una persona podía acceder a la plataforma sin necesidad de invitación mediante el pago de una cuota de suscripción, evidenciando así una clara orientación de la empresa hacia un modelo de negocio freemium.

Sin embargo, la apuesta por este modelo se ha visto comprometida en ciertas ocasiones, pues no son pocas las voces que critican la opción gratuita de Spotify y defienden un modelo solo de pago, pues son los usuarios premium los que generan los principales ingresos de la compañía. En este sentido, cabe destacar que, en abril de 2011, Spotify limitó el servicio gratuito a un uso máximo de 10 horas al mes después de los 6 primeros meses, todo ello con la clara idea de convertir a sus usuarios gratuitos a usuarios de pago. No obstante, esta limitación fue eliminada en 2014.

Actualmente y de acuerdo al informe anual emitido por Spotify para el año 2019, podemos deducir una clara apuesta de la empresa por mantener este modelo y tratar de monetizar ambos, el premium a través de las suscripciones y el gratuito a través de la publicidad. Esta apuesta se fundamenta en la necesidad de la empresa de hacer frente “a una intensa competencia para hacer crecer tanto a nuestros usuarios con soporte publicitario como a los suscriptores Premium, así como para mantener a nuestros usuarios muy comprometidos”⁵².

En relación con los datos numéricos, los usuarios premium crecieron un 29% con respecto a 2018 durante el año 2019, hasta alcanzar los 124 millones, mientras que el número de usuarios activos mensualmente creció hasta los 271 millones. Aunque ambos servicios, tanto el premium como el gratuito son independientes, prosperan juntos. Así, el servicio publicitario cumple dos objetivos, por un lado, sirve como fuente de ingresos (678 millones de € en 2019 y un aumento interanual del 25%), por otro, sirve como mecanismo para impulsar el crecimiento de los suscriptores. Finalmente, los ingresos por suscriptores ascendieron en 2019 a 6086 millones de €.

⁵² Memoria anual 2019. Spotify

1.3 Valoración por usuarios de Spotify

En este apartado se procede a exponer el modelo utilizado para la valoración por usuarios de Spotify, así como los resultados obtenidos. El objetivo de esta valoración no es sino perfeccionar las hipótesis de crecimiento y de coste de ventas establecidas para el modelo de descuento de flujos de caja, pues la rigidez del mismo nos llevó a determinar unas hipótesis similares para la totalidad de los ingresos y costes de ventas, y, sin embargo, Spotify cuenta con más de una fuente de ingreso diferenciada, como hemos podido analizar anteriormente. En suma, el objetivo es la elaboración de un modelo más dinámico que nos permita una mejor comprensión las métricas clave del modelo de negocio de Spotify, métricas principalmente relacionadas con los usuarios.

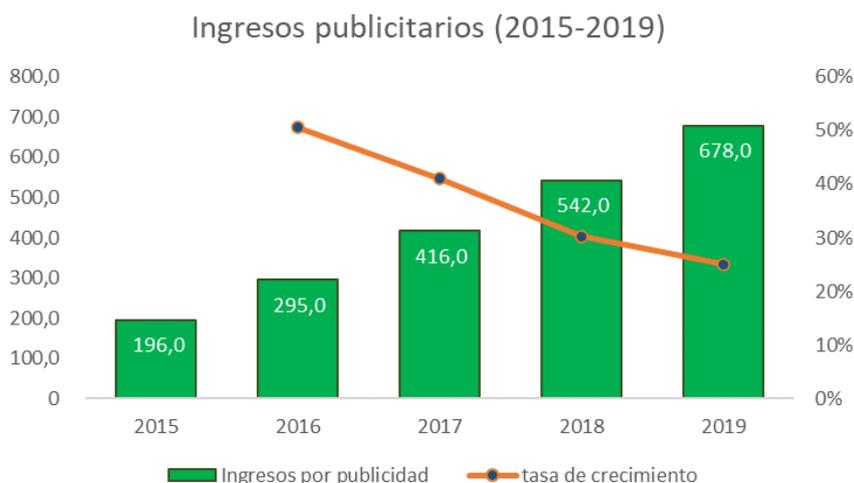
En primer lugar, debemos diferenciar las “unidades de negocio” identificadas en función grupos de usuarios de Spotify. Por un lado, encontramos los usuarios que acceden a la plataforma musical de manera gratuita, y que Spotify monetiza a través de la publicidad. Por otro lado, encontramos los usuarios premium, aquellos que pagan una cuota de suscripción a cambio de una versión mejorada y libre de anuncios de la plataforma musical. Por lo expuesto, las dos “unidades de negocio” que serán estudiadas individualmente a fin de estimar el resultado de ventas de Spotify durante el periodo 2020-2027 son:

- 1) Publicidad
- 2) Usuarios Premium

1.3.1 Publicidad

El número de usuarios que accedieron gratuitamente a Spotify durante 2019 ascendió a 153 millones, un 32% más que el año pasado. Este dato se transformó para la empresa en unos ingresos por publicidad de 678 millones de €, que representa un 25% más que el año pasado. Cabe destacar que pese a un mayor número de usuarios gratuitos que de pago, el negocio por publicidad supone solo un 10% de los ingresos totales de la empresa. Finalmente, el coste de los ingresos por publicidad ascendió a 577 millones de €. El porcentaje que representa el coste de los ingresos por publicidad frente al total de los ingresos por publicidad en 2019 fue del 85%, frente al 116% que representaban en 2015, cuando el resultado de ventas por publicidad era negativo de 31 M€.

Gráfico 5: Ingresos por publicidad Spotify y tasa de crecimiento, 2015-2019 (en millones de \$)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la Memoria anual 2019

A la hora de realizar las estimaciones de los ingresos por publicidad y sus respectivos costes de ventas vamos a tener en cuenta las consideraciones realizadas para el DCF acerca de la situación actual de Spotify. A efectos de recordatorio, tales consideraciones giraban en torno en la fase de crecimiento en la que aún se encuentra la compañía, y que podrá mantenerse durante los próximos años gracias a los mercados de Asia y Latinoamérica. Además, se consideró que el negocio alcanzará la madurez para el 2027, momento en el que se estimó un crecimiento a perpetuidad próximo a los niveles de inflación.

Por lo expuesto, en este punto se estimará un crecimiento del 22% de los ingresos por publicidad para el 2020, frente al 25% de 2019. En línea con la situación expuesta para el futuro de Spotify y la reducción de la tasa de crecimiento en los últimos 5 años, la tasa de crecimiento se irá reduciendo hasta situarse en el 3% a partir del 2027. Por otro lado, el porcentaje de los costes de los ingresos por publicidad se irá reduciendo de manera constante hasta representar un 77% de los ingresos a partir de 2027.

Tabla 11: Estimación del Resultado Operativo de la publicidad (2020-2027) de Spotify Technology S.A.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos publicitarios	827,16 €	984,32 €	1.131,97 €	1.256,48 €	1.357,00 €	1.438,42 €	1.495,96 €	1.540,84 €
Coste de ventas	694,81 €	807,14 €	905,57 €	992,62 €	1.058,46 €	1.107,59 €	1.136,93 €	1.155,63 €
Resultado operativo	132,35 €	177,18 €	226,39 €	263,86 €	298,54 €	330,84 €	359,03 €	385,21 €

Fuente: elaboración propia

1.3.1 Usuarios Premium

El número de usuarios premium a finales de 2019 ascendió a 124 millones, lo que supuso un 29% más que a finales de 2018. Este crecimiento vino motivado principalmente por el “Plan Familiar”, que permite a través de una sola cuota de suscripción incorporar a varios usuarios, y por las distintas campañas globales de marketing. Sin embargo, la tasa de crecimiento de 2017 a 2018 se situó en un 36%, lo que denota el comienzo del declive de la fase de crecimiento, en línea con lo analizado para las ventas de Spotify a nivel general.

En relación con el resultado operativo, el ingreso medio mensual por usuario en 2019 cayó hasta los 4,72€ por usuario, frente a los 4,81 durante el 2018. Esta reducción fue debida al mencionado “Plan Familiar”, pues si bien tiene un efecto positivo en términos de usuarios, tiene un efecto negativo en los ingresos por usuario en la medida en la que cada usuario suscripto a este plan paga una cantidad menor que la que pagaría en un plan individual. Por otro lado, los ingresos totales ascendieron en 2019 a los 6.086 millones de euros, mientras que los costes ascendieron a los 4.465 millones de €, lo que resultó en un resultado operativo de 1.621 millones de €. Además, estos costes de ventas representaron un 73% de las ventas en 2019, al igual que en el año anterior.

Por lo expuesto, y teniendo en cuenta las consideraciones acerca de la situación actual del negocio de Spotify, en este punto se estimará un crecimiento del 26% de los usuarios premium para el 2020, frente al 29% de 2019. La misma tasa de crecimiento se irá reduciendo de manera constante hasta situarse en el 6% en 2027. Además, se ha determinado que los ingresos por usuario permanecerán constantes a lo largo del tiempo, pues el efecto negativo de las promociones como el “Plan familiar” se irán compensando con la subida de los precios a medida que Spotify vaya aumentando su poder en el mercado. Finalmente, el porcentaje de los costes de los ingresos por publicidad se irá reduciendo de manera constante hasta representar un 69% de los ingresos en 2027, frente al 73% que representaron en 2019.

Tabla 12: Estimación del Resultado Operativo de los usuarios premium de Spotify Technology S.A.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Número de usuarios	156,24	193,74	234,42	278,96	320,81	359,30	391,64	415,14
Ingresos / usuario	56,64 €	56,64 €	56,64 €	56,64 €	56,64 €	56,64 €	56,64 €	56,64 €
Ingresos totales	8.849,43 €	10.973,30 €	13.277,69 €	15.800,45 €	18.170,52 €	20.350,98 €	22.182,57 €	23.513,52 €
Costes totales	6.460,09 €	7.900,77 €	9.427,16 €	11.060,32 €	12.719,36 €	14.042,18 €	15.305,97 €	16.224,33 €
resultado operativo	2.389,35 €	3.072,52 €	3.850,53 €	4.740,14 €	5.451,16 €	6.308,80 €	6.876,60 €	7.289,19 €

Fuente: elaboración propia

1.4 Valoración por usuarios a través del modelo DCF

Una vez analizado de forma individual cada grupo de usuarios analizado, basta con sustituir de nuestro modelo del DCF el “importe neto de la cifra de negocios” y el “coste de las ventas” e incorporar un nuevo importe de ventas y de coste de las ventas, obtenidos a través de la suma de las estimaciones de los ingresos publicitarios y los ingresos por usuarios de pago. Así, mientras que ese tratamiento individualizado nos permite una estimación más precisa de los ingresos y costes de ventas, no resulta necesario en este punto cambiar las consideraciones realizadas sobre el resto de elementos del Flujo de Caja Libre. Ahora bien, varias de esas estimaciones fueron realizadas a partir de la estimación de un porcentaje sobre el total del importe de la cifra de negocios, como se hizo para el NOF o los gastos generales, por lo que el nuevo valor en esta valoración del importe de la cifra de negocios nos obligará a, teniendo en cuenta los mismos porcentajes empleados para el modelo DCF, actualizar el nuevo valor de esos elementos.

A continuación, se muestra la estimación de los flujos de caja libres de Spotify para el período 2020-2027

Tabla 13: Flujos de Caja Libre (2020-2027) de Spotify Technology S.A. (Modelo por usuarios)

	Flujos de caja libre de SPOTIFY (en millones de €)							
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
OPERACIONES CONTINUADAS								
Importe cifra de negocios	9.677	11.958	14.410	17.057	19.528	21.789	23.679	25.054
Coste de ventas	(7.155)	(8.708)	(10.333)	(12.053)	(13.778)	(15.150)	(16.443)	(17.380)
Gastos generales	(1.548)	(1.794)	(2.017)	(2.388)	(2.539)	(2.833)	(3.078)	(3.257)
Gasos de I+D	(816)	(1.009)	(1.215)	(1.439)	(1.647)	(1.838)	(1.997)	(2.113)
Amortización	(117)	(145)	(174)	(206)	(236)	(264)	(286)	(303)
EBIT	40	303	670	971	1.328	1.706	1.874	2.001
EBIT * (1-T)	31	231	511	740	1.012	1.300	1.428	1.525
AMORTIZACIÓN	117	145	174	206	236	264	286	303
NOF	(2.443)	(3.019)	(3.638)	(4.306)	(4.930)	(5.501)	(5.978)	(6.325)
INC NOF	(574)	(576)	(619)	(668)	(624)	(571)	(477)	(347)
CAPEX	142	150	160	206	236	264	286	303
FCF	579,58	801,32	1.143,87	1.408,35	1.635,68	1.870,89	1.904,98	1.872,36

Fuente: elaboración propia

Una vez tenemos los nuevos Flujos de Caja Libres de Spotify para el período 2020-2027, debemos determinar el valor residual de la empresa en el año 2027, siguiendo la misma metodología empleada en el modelo DCF. A estos efectos, la tasa de descuento o WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad serán las mismas, teniendo estas un valor de 8,97%

y 3% respectivamente. En consecuencia, el valor residual de Spotify en 2027 a partir de esta valoración será de:

$$\text{Valor residual 2027} = \frac{1.872,36 * (1 + 3\%)}{(8,79\% - 3\%)} = 33.284,45 \text{ millones de €}$$

Estimados de los flujos de caja libres para el periodo 2020-2027, el valor residual de la empresa en el año 2027 y el cálculo del WACC, podemos proceder al descuento de los flujos de caja a fin de obtener el valor de la empresa o “enterprise value” de Spotify a través de la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} EV = & \frac{579,58}{1 + 9,04\%} + \frac{801,32}{(1 + 9,04\%)^2} + \frac{1.143,87}{(1 + 9,04\%)^3} + \frac{1.408,35}{(1 + 9,04\%)^4} + \frac{1.635,68}{(1 + 9,04\%)^5} \\ & + \frac{1.870,89}{(1 + 9,04\%)^6} + \frac{1.904,98}{(1 + 9,04\%)^7} + \frac{1.872,36 + 33.284,45}{(1 + 9,04\%)^8} \end{aligned}$$

$$\mathbf{EV = 23.194,95 \text{ millones de €}}$$

A partir de la diferencia entre el valor de la empresa y la deuda financiera neta se puede calcular el valor de los recursos propios. En este caso, el valor de la deuda financiera neta de Spotify es de -972 millones de euros, por lo que el valor de los recursos propios sería de 24.166,95 millones de euros, lo que conlleve un precio por acción de 133,55€.

1.5 Valoración a través del múltiplo EV/Usuarios

La valoración anterior es una suerte DCF en la que los flujos de caja se han estimado a la luz de un estudio más detallado de las fuentes de ingresos de Spotify. Sin embargo, lo que se conoce como valoración por usuarios no es sino la valoración de una empresa a través del promedio del valor del múltiplo EV/usuarios de las empresas comparables. En este sentido, Pablo Fernández señala el referido múltiplo o el EV/páginas visitadas como los múltiplos más utilizados para valorar empresas de internet, como el caso que nos ocupa⁵³.

El principal motivo de la relevancia de este método no es sino, como se ha estudiado anteriormente, la importancia de los usuarios en este tipo de empresas, en donde se constituyen como verdadero núcleo de las operaciones. Sin embargo, se debe recordar en este punto las limitaciones de los métodos de valoración por múltiplos en relación con

⁵³ Fernández, P. (2004), valoración de Empresas, Ediciones Deusto, 3ªed., 2004

la dificultad de encontrar un grupo homogéneo de empresas comparables. Una dificultad que se acentúa aún más en el caso que nos ocupa, en la medida en la que el modelo de negocio de Spotify es relativamente innovador y disruptivo.

A continuación, se expone en la siguiente tabla el valor del múltiplo EV/usuarios del grupo de empresas comparables ya seleccionadas con anterioridad en este trabajo⁵⁴:

Tabla 14: EV/usuarios del "Peer Group" de Spotify

Peer group	EV/Usuarios
Netflix	1.143,3x
Sirius XM	971,6x
Roku	379,0x
Twitter	132,3x
Tencent Music	488,5x
iQIYI	158,8x
Mavshack	9,3x
Snap	137,9x

Fuente: elaboración propia

Al igual que los múltiplos anteriores, el valor de este múltiplo es muy diferente según la empresa. Estas diferencias vienen causadas por los distintos modelos de negocio y el valor que supone un usuario para una empresa en cuestión. A modo de ilustración, el EV/usuarios de Netflix toma el valor más alto debido a que su base de usuarios está compuesta totalmente por usuarios de pago, en tanto que no cabe la posibilidad de acceder a sus servicios gratuitamente. Por el contrario, el valor del múltiplo de Twitter es alrededor de 10 veces inferior al de Netflix, en la medida en la que sus usuarios son gratuitos y no pagan ninguna suscripción, lo que conlleva la necesidad de llegar a más usuarios para obtener los mismos ingresos.

Las mencionadas diferencias en los modelos de negocio conllevan que la diferencia entre múltiplos adquiera una magnitud tan elevada que impide, a nuestro juicio, realizar cualquier valoración precisa de Spotify a partir del valor promedio del múltiplo de empresas comparables. En consecuencia, y en la medida en la que Spotify cotiza en la bolsa de Nueva York, se procede a calcular el valor de este múltiplo para la propia

⁵⁴ En la presente tabla se han excluido del "Peer Group" la empresa Cineworld Group, en la medida en la que la misma cuenta con un modelo de negocio sin usuarios, y Akazoo, pues debido a un conflicto legal ha dejado de cotizar en bolsa recientemente

empresa, con el fin de relacionarlo con el múltiplo del resto de empresas, así como con los demás resultados.

El “Enterprise Value” de Spotify asciende hasta los 40.700 millones de euros⁵⁵. En relación con el número de usuarios, se he estudiado anteriormente que el modelo de negocio de Spotify es un modelo mixto en relación con los usuarios en el que podemos identificar tanto usuarios gratuitos como usuarios de pago. A fecha de cierre 2019, el número de usuarios de pago ascendió hasta los 124 millones, mientras que los usuarios totales ascendieron hasta los 271 millones.

En este caso, en la medida en la que, como se ha mencionado anteriormente, los usuarios premium representan el 90% de los ingresos de 2019, resulta más coherente tomar a estos como referencia a efectos de esta valoración. En consecuencia, de la división de los 40.700 millones de euros entre los 124 millones de usuarios premium se obtiene un múltiplo “EV/usuarios” de 328,23x. En consecuencia, se podría afirmar que el mercado está valorando cada usuarios premium de Spotify a 328 €.

En relación con el resto de múltiplos, podemos identificar como el valor del múltiplo de los usuarios de Spotify se sitúa por encima del de empresas como Twitter o Snapchat. Estas diferencias parecen deberse al hecho de que Twitter y Snapchat solo cuentan con usuarios de acceso gratuito, lo que conlleva la necesidad de llegar a muchos más usuarios para generar los mismos ingresos. Sin embargo, el valor de los usuarios de Spotify se sitúa entre 3 y 4 veces por debajo que Netflix, y algo menos de 3 veces de SiruiXm, una empresa que como Spotify se dedica a la música vía streaming.

Por todo lo expuesto, podemos determinar que la valoración de Spotify por este múltiplo puede estar infravalorada o sobrevalorada dependiendo de las empresas que cada uno pueda considerar comparables. Así, sí creemos que Spotify puede tener problemas futuros al tratar de alejarse de la imagen de servicio gratuito que gran parte de usuarios actuales y potenciales usuarios tienen de ella, se podría decir que está sobrevalorada en la medida en la que se sitúa 2 veces por encima de empresas como Twitter o Snapchat.

⁵⁵ Yahoo finance (2020), disponible en: <https://finance.yahoo.com/quote/SPOT/key-statistics?p=SPOT> Último acceso del 24/06/2020

Sin embargo, sí consigue seguir adelante con su estrategia de crecimiento a través de usuarios premium mediante la captación de nuevos usuarios y la conversión de usuarios gratuitos en usuarios de pago, podemos decir que se encuentra claramente infravalorada con respecto a las que en este caso serían sus empresas comparables, como Netflix o Sirius XM.

2 Resumen de las valoraciones

A continuación, se presenta una tabla para exponer el resumen de las diferentes valoraciones de Spotify a través de los distintos métodos utilizados en este trabajo.

Tabla 15: Resumen de valoraciones

Resumen de las Valoraciones			
Método	Enterprise Value (mn de €)	Equity Value (mn de €)	Precio
Valor Contable	1.065 €	2.037 €	2,26 €
P/E Ratio	N/A	N/A	N/A
EV/Ventas	34.090 €	35.062 €	193,75 €
DCF	21.118 €	22.090 €	122,07 €
DCF (usuarios)	23.194 €	24.167 €	133,55 €

Fuente: elaboración propia

El método del valor contable es el que más se aleja de los otros, en la medida en la que se trata de un método que no refleja la realidad de la empresa. Además, la falta de beneficios de Spotify ha imposibilitado la valoración a través del múltiplo P/E. Tomando por válidas el resto de valoraciones, podemos determinar que el precio de la acción de Spotify se sitúa entre los 122 € y los 193€. En este sentido, debemos destacar que se trata de un rango demasiado amplio, quizás por las mencionadas dificultades a la hora de determinar un grupo de empresas comparables. En consecuencia, debemos a mi juicio defender un precio por acción más cercano a los 130-140€.

Finalmente, debemos valorar estos datos a la luz de la cotización en bolsa de Spotify. A día 22 de Junio de 2020, Spotify cotizaba a un precio de 236€ por acción⁵⁶. Sin embargo, a 31 de diciembre de 2019 lo hacía a 149€, lo cual se encuentra bastante en relación con el valor de las acciones defendido en este trabajo.

⁵⁶ La cotización de Spotify se ha disparado casi un 100% desde la declaración de la pandemia del COVID-19. Así, cabe plantearse si este fenómeno ha tenido un impacto positivo durante el segundo trimestre del año en el crecimiento de Spotify, que podría haber visto como las medidas de confinamiento en todo el mundo pueden haber impulsado el crecimiento de los usuarios a niveles por encima de lo esperado.

Capítulo 5 Conclusiones y Bibliografía

1 Conclusiones

En este trabajo se ha realizado un estudio detallado de los métodos de valoración de empresas y se ha tratado de aplicar los mismos, en la medida de lo posible, a un caso real a través de la valoración de Spotify. En consecuencia, se ha tratado de reflejar tanto la historia como el modelo de negocio de Spotify, así como la situación del sector de la música grabada en la actualidad y las perspectivas futuras de crecimiento, con el objetivo de entender la empresa tanto desde una perspectiva financiera como estratégica.

Así, se refleja como Spotify y el streaming están conduciendo al renacer de una industria que no fue capaz de adaptarse a las nuevas tecnologías y se vio fuertemente afectada por los problemas de piratería por internet. Sin embargo, también se ha reflejado la delicada situación de Spotify en relación con los proveedores y la fuerte competencia a la que se expone, lo que se traduce en un riesgo para mantener el crecimiento actual.

En relación con las valoraciones, se ha determinado la poca precisión de los métodos basados en el balance y se han señalado las grandes dificultades de las valoraciones por múltiplos en empresas en fase de crecimiento y con un modelo de negocio poco maduro. Además, se ha podido identificar la complejidad del modelo de descuentos de flujos y la necesidad de establecer distintas hipótesis de crecimiento en base al pasado de la empresa y a las expectativas de crecimiento. Asimismo, se ha reflejado la importancia de los usuarios en el modelo de negocio de Spotify y se ha realizado una aproximación a los métodos de valoración que se utilizan para valorar las “empresas de internet”.

Finalmente, el estudio nos lleva a señalar que el precio de la acción de Spotify se sitúa entre los 122 € y los 285€, y la prudencia, a la vista de los riesgos analizados, nos ha conducido a situar el precio más próximo al rango inferior, entre los 130-140€. Este último valor es más que coherente con el valor de la acción en bolsa a finales de año, pero se aleja de los 236€ a los que cotiza a 22 de junio de 2020. En este sentido, cabe señalar que este crecimiento ha tenido lugar tras el inicio de la pandemia causada por el COVID-19, lo que nos lleva a plantear si esta situación puede tener un impacto positivo en el devenir de la empresa o si este crecimiento en bolsa obedece simplemente a una exagerada especulación del mercado.

2 Bibliografía

2018–2026 STREAMING MUSIC FORECASTS. MIDIA Research, 2019

BCE (2020), disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.es.html>

Caballer, V. (1998) Métodos de valoración de empresas. Pirámide, 2 edición, 1998

Calleja, J. L. (2008). El fondo de maniobra y las necesidades operativas de financiación. Departamento de Publicaciones del IE Business School, 28 septiembre, 2008

Copeland, T. Weston, J. y Shastri, K. (2004) Financial Theory and Corporate Policy. Addison Wesley, Ed. 4, 2004

Corporate tax rates table, KPMG, Disponible en:

<https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. ED. Wiley, 2002. 2 edición

Damodaran, A. (2011) *The Little Book of Valuation. How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, 2011

Damodaran, A. (2020) Country Default Spreads and Risk Premiums. Última actualización: 1 de abril de 2020

Damodaran, A. (2020) Cost of Capital by sector.

Datosmacro.com (2020). Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/bono/usa>
Último acceso el 21/04/2020

Fernández, P. (2004), valoración de Empresas, Ediciones Deusto, 3ªed., 2004

Fernández, P. (2005). Guía para calcular el valor de los escudos fiscales. IESE, 2005

Fernández, Pablo. (2007). Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor. Ed. Gestión 2000. (3ªedición)

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. Documento de Investigación DI-771 noviembre, 2008

GLOBAL MUSIC REPORT 2017, Annual state of de industry. International Federation of the Phonographic Industry, 2018

GLOBAL MUSIC REPORT 2019, Annual state of de industry. International Federation of the Phonographic Industry, 2020

Grant, R (2016). CONTEMPORARY STRATEGY ANALYSIS. Wiley, ninth edition, 2016

Hawawini, G., and Viallet, C. (2010) Finance for executives: Managing for value creation. Cengage Learning (4th Ed.), 2010

Koller, Tim et al. (2015) Valuation. Measuring and managing the value of companies. Ed. Wiley (6th edition)

Manual de valoración de empresas. EVALORA, 2018

Market Insider (2020), disponible en:

https://markets.businessinsider.com/bonds/netflix_incdl-notes_201515-25-bond-2025-us64110lal09 Último acceso del 27/04/2020

Memoria anual Spotify S.A., año 2019

Nuevos Modelo de Negocio en la Era Digital. Liber (2014)

Oyewobi, I. (2019). What Valuation of Business and Goodwill Means. International Journal of Business and Management Invention, Volumen 8, febrero de 2019

Ramirez, A. (2012) El papel del Valor Residual en el Valor de la empresa. Revista Española de Capital Riesgo, 2012

Rayburn, Dan & Hoch, Michael (2005) The Business of Streaming and Digital Media. Elsevier, 2005

Rodríguez, P. (2019) La música, un sector en crecimiento sin modelo de negocio. Telos, Fundación Telefónica, 28 de enero de 2019

Skog, Daniel. (2018). Digital Service Platform Evolution: How Spotify Leveraged Boundary Resources to Become a Global Leader in Music Streaming. Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS), 2018

Spotify. J.P. Morgan, North America Equity Research, 28 de octubre de 2019

Spotify Technology: Lowering Forecast for COVID-19 and Recession. Credit Suisse, equity research, 5 de abril de 2020

Sum of The Parts (SOTP) Valuation. Corporate Finance Institute

Updated of MUSIC IN THE AIRSTAIRWAY TO HEAVEN. Equity research, Goldman Sachs. 2019

Valls Martínez, M.C. (2001) Métodos clásicos de valoración de empresas. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. Vol. 7, Nº 3, 2001

Vroom, Govert & Sastre, Isaac (2019) Spotify face the music (Update 2019) IESE, July 2019

Wang, J (2018). How Streaming Could Create a \$50 Billion Music Industry. ARK Invest, 2018

Yahoo finance (2020), disponible en: <https://finance.yahoo.com/quote/SPOT?p=SPOT> Último acceso del 08/06/2020

Yahoo finance (2020), disponible en: <https://finance.yahoo.com/quote/SPOT/key-statistics?p=SPOT> Último acceso del 24/06/2024