



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICADE

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN PARA EMPRESAS
FUNDAMENTADAS EN MODELOS DE SUSCRIPCIÓN, EL
ANÁLISIS DE SPOTIFY

Clave:

201807857

Madrid, junio 2022

Resumen

Los negocios fundamentados en modelos de suscripción están revolucionando los mercados en todos los sectores. El consumidor actual no busca adquirir la propiedad de un bien, sino la contratación de servicios que satisfagan su necesidad del momento. Las empresas por su parte intentan convertir a sus clientes en suscriptores ideando nuevas formas de fidelización.

La adopción del modelo de suscripción tiene efectos en todos los ámbitos de la empresa y un efecto fundamental en sus finanzas. Los ingresos recurrentes permiten generar modelos de ingresos futuros, que proporcionan una visión más clara de la estabilidad en el tiempo de la empresa que en definitiva se convierte en más atractiva para el inversor.

Las empresas de suscripción juegan con métricas que pueden tener impacto en su valoración, como la tasa de abandono, el coste de adquisición por suscriptor o el beneficio individual que genera cada suscriptor.

Los métodos tradicionales de valoración, el descuento de flujos de caja, múltiplos de empresas comparables y transacciones no tienen en principio en cuenta estas variables. Por tanto, aplicar los métodos tradicionales de valoración a empresas de suscripción puede llevar a conclusiones incompletas.

El objeto del presente trabajo es valorar Spotify completando los métodos tradicionales de valoración con las métricas específicas de las empresas de suscripción a partir de los estados financieros de la empresa entre 2019 y 2021.

Spotify se encuentra en una posición positiva. Del análisis de sus estados financieros se concluye que ha sido capaz de mejorar los márgenes en los últimos ocho años. La empresa está en disposición de crecer, en primer lugar, por la captación de nuevos clientes en nuevos mercados y en segundo lugar por su apuesta por la producción de podcasts para reducir el pago de royalties. Del análisis de las métricas centradas en el cliente, se concluye que la empresa está consiguiendo reducir el churn fidelizando al cliente. También que su estrategia debe seguir siendo incrementar los ingresos a través de la captación de nuevos clientes, porque el incremento de ingresos derivado del incremento de los precios podría empujar a los clientes a salir de la plataforma para unirse a competidores.

PALABRAS CLAVE: modelo de suscripción, métodos de valoración, flujos de caja, múltiplos, métricas de suscripción

Abstract

Businesses based on subscription models are revolutionizing markets in all sectors. Today's consumers are not looking to acquire ownership of a good, but rather to contract services that meet their current needs. Companies, for their part, are trying to convert their customers into subscribers by devising new forms of loyalty.

The adoption of the subscription model has an impact on all areas of the company and a fundamental effect on its finances. Recurring revenues allow the generation of future revenue models, which provide a clearer view of the company's stability over time that ultimately becomes more attractive to the investor.

Subscription companies play with metrics that can impact their valuation, such as churn rate, acquisition cost per subscriber or the individual profit generated by each subscriber.

Traditional valuation methods, discounted cash flows, multiples of comparable companies and transactions do not in principle take these variables into account. Therefore, applying traditional valuation methods to underwriting companies may lead to incomplete conclusions.

The purpose of this paper is to value Spotify by supplementing traditional valuation methods with metrics specific to subscription companies based on the company's financial statements between 2019 and 2021.

Spotify is in a positive position. An analysis of its financial statements shows that it has been able to improve margins over the last eight years. The company is poised for growth, firstly by attracting new customers in new markets and secondly by its commitment to podcast production to reduce royalty payments. From the analysis of customer-centric metrics, we conclude that the company is managing to reduce churn by building customer loyalty. Also that its strategy should continue to be to increase revenue by attracting new customers, because the increase in revenue derived from the price increase could push customers to leave the platform to join competitors.

KEYWORDS: subscription model, valuation methods, cash flows, multiples, subscription metrics

ÍNDICE

1.	GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	4
2.	INTRODUCCIÓN	6
2.1	Revolución de la suscripción	6
2.2	Spotify, una empresa para el análisis.....	7
2.3	El modelo de suscripción	9
2.4	Definición de los objetivos del TFG e hipótesis del trabajo	11
3.	METODOLOGÍA	12
4.	MARCO TEÓRICO	15
4.1	Métodos tradicionales.....	15
4.1.1	Descuento de flujos de Caja	15
4.1.2	Múltiplos de empresas comparables.....	21
4.1.3	Transacciones precedentes	22
4.2	Métricas de valoración alternativas para empresas de suscripción	24
4.2.1	ARPU: “Average Revenue per User”	24
4.2.2	Churn	25
4.2.3	CAC, Customer Acquisition Cost.....	25
4.2.4	LTV, Lifetime Value	25
4.2.5	Payback o Recuperación de la inversión.....	26
4.2.6	Retorno de la inversión (ROI) del suscriptor o LTV / CAC	26
5.	ANÁLISIS PRÁCTICO DE SPOTIFY.....	27
5.1	Spotify no es rentable; muestra resultados negativos.....	27
5.2	Spotify muestra resultados operativos positivos el 3er cuatrimestre 2021	30
5.3	¿Cómo se comportará Spotify en el futuro?	31
6.	MÉTODOS DE VALORACION APLICADOS A SPOTIFY	32
6.1	Descuento de flujos de caja	32
6.2	Múltiplos comparables	39
7.	ANÁLISIS NUEVAS MÉTRICAS.....	42
8.	CONCLUSIÓN	47
9.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49

1. GLOSARIO DE TÉRMINOS

A continuación se definen algunos términos o abreviaturas que se utilizan durante el trabajo.

-Average Revenue per User, ARPU: Ingresos Promedio Por Usuario. Muestra el valor monetario de cada usuario

-Bloomberg Intelligence, BI: proporciona una investigación sobre los elementos clave de una empresa y un análisis de su situación actual.

-Bloomberg: sistema informatizado que permite monitorizar, analizar en tiempo real y obtener información sobre los mercados financieros y diferentes empresas

-CAC (Customer Acquisition Cost): Coste de captación de clientes. Se puede calcular si se conoce los gastos en ventas y marketing y el número de clientes en total que la empresa es capaz de obtener.

-CAGR: La tasa de crecimiento anual compuesta. Indica el incremento anual de una variable durante un período de tiempo mayor a un año.

-CBCV: *Customer Based Company Valuation*, métricas basadas en el cliente. Método que ayuda a determinar el valor real de la compañía.

-Churn: tasas suscriptores o clientes que dejan de utilizar un servicio en un periodo de tiempo que ofrece una compañía. El objetivo de las compañías es minimizar el “churn”.

-CRM: *Customer Relationship Management*: Estrategia para encargarse de todas las relaciones de una empresa con sus existentes clientes y potenciales.

-DCF: Descuento de Flujos de Caja. Método donde se proyecta los flujos de caja de una empresa para determinar su valor real.

-kd: Coste de deuda: Rentabilidad que esperan obtener los inversores de deuda de una inversión

-ke: Coste de fondos propios o *cost of equity*: Rentabilidad que esperan obtener los inversores por invertir en el capital de una sociedad.

-LTV *Lifetime Value*: Valor de por vida del suscriptor. Es la ganancia futura que espera obtener de un cliente a lo largo de su relación con el negocio.

-MAU: *Monthly Active User*: Métrica que representa número de usuarios activos al mes de una empresa. Proporciona información sobre el número de usuarios activos mensuales que

interactúan con su servicio durante un periodo de tiempo. El objetivo será aumentar esta métrica

-Performance royalties o Regalías de grabación: El dinero que se debe a que se reproducen en Spotify,

-Plataforma: Modelo organizacional y de negocio que permite conectar compradores y vendedores o clientes con proveedores de servicios. Un ejemplo de plataforma es Airbnb.

-Saas (Software as a service): El software como servicio es un modelo de entrega de software donde el cliente accede al software a través de una suscripción sin necesidad de instalarlo directamente en los ordenadores. El proveedor usa la nube para poner los servicios a disposición del consumidor final.

-Suscripción: modelo de negocio en el cual un usuario tiene derecho a un servicio mediante el pago de una cuota. El cliente no paga por un producto o servicio de manera individual.

-Tasa de conversión: Usuarios del servicio gratuito que se cambian al servicio premium (servicio de pago) de una compañía de suscripción.

2. INTRODUCCIÓN

2.1 Revolución de la suscripción

Los negocios fundamentados en modelos de suscripción digital están revolucionando los mercados en todos los sectores. El modelo es evidente en empresas como Netflix, Amazon o Spotify, pero cada vez en mayor medida está presente en SaaS, la automoción, los medios tradicionales, las telecomunicaciones, la salud, o la educación. Las empresas que operan a través de un modelo de suscripción hacen crecer sus ingresos nueve veces más rápido que el S&P 500 (Tzuo & Weisert, 2019).

Este cambio se ve impulsado por una nueva tendencia en el comportamiento de los consumidores que ya no buscan ser dueños de un producto, sino satisfacer sus necesidades en cada momento contratando un servicio a través de las plataformas digitales. Por su parte, las empresas han dejado de centrar su atención en llevar su producto al mercado y buscan conocer los perfiles, los gustos, las preferencias, las opciones que el cliente manifiesta a través de los datos que las plataformas recogen y las suscripciones digitales generan (Parker, Van Alstyne & Choudary, 2017).

Aunque en la actualidad los modelos de suscripción se perciben más claramente en sectores con un alto nivel de madurez digital, hay autores que defienden que, en última instancia, todos los modelos de negocio deben adoptarse al modelo de suscripción si quieren sobrevivir en los mercados digitales (Tzuo & Weisert, 2019).

Esta nueva cultura centrada en el cliente determina el trabajo de todas las áreas de la empresa y por supuesto, afecta intensamente a la planificación financiera y a las métricas para su valoración. Las métricas fundamentadas en los estándares GAAP no son suficientes para la valoración de empresas de suscripción que tienen una naturaleza específica. (Zuora, 2018).

Es por ello por lo que se propone la introducción de métricas basadas en el cliente, CBCV (*Customer-Based Company Valuation*). Esta aproximación proporciona una información más relevante y completa a ejecutivos e inversores porque introduce información sobre el cliente que los métodos tradicionales no han tenido en cuenta. Es determinante conocer si el crecimiento de las ventas está impulsado por la adquisición de nuevos clientes o por una mayor

aportación de los existentes. En la situación primera los costes de adquisición totales para la compañía serían mucho mayores (McCarthy & Fader, 2020).

Otra métrica que determina la estabilidad y crecimiento de los ingresos es el *Churn* que permite conocer si los flujos de caja de cada nuevo usuario será una anualidad que se repetirá en el tiempo o un pago inicial que tiene que ser sustituido en el siguiente período para evitar perder terreno. (McCarthy & Fader, 2020)

La empresa seleccionada para realizar el análisis ha sido Spotify porque fundamenta su negocio desde sus orígenes en el modelo de suscripción y porque he conseguido acceder a las métricas basadas en el cliente CBCV a través de Bloomberg Intelligence.

Partiendo de sus estados financieros entre 2019 y 2021 se han aplicado las tradicionales de valoración y se han completado con métricas que proporcionan información basada en el cliente para explicar el origen de la creación de valor. (Tzuo & Weisert, 2019).

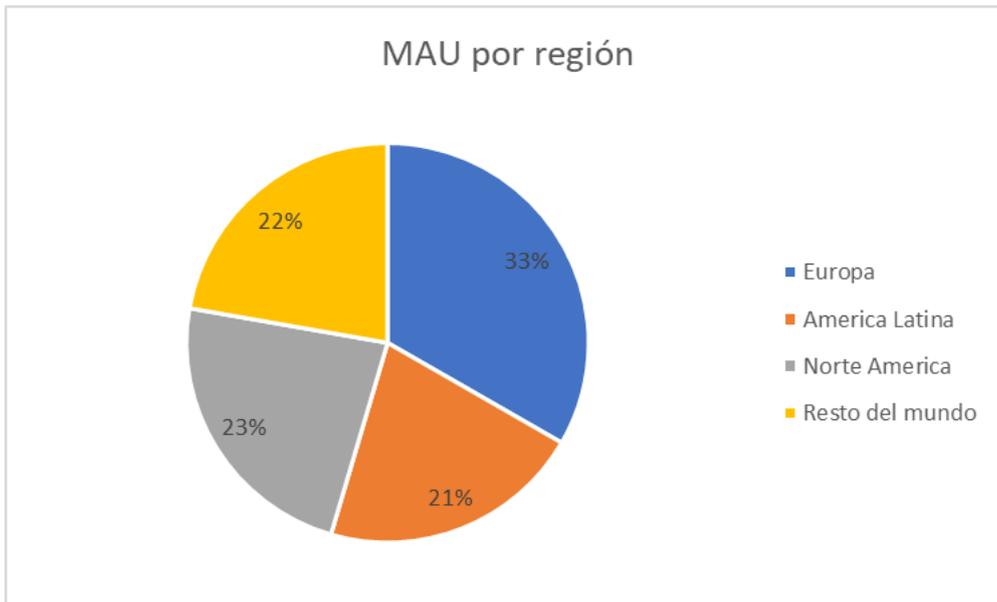
- El ARPU, *Average Revenue per user* que muestra el valor monetario de cada usuario
- El CAC, el coste de adquisición de un nuevo usuario
- LTV, la ganancia futura que se espera obtener de un cliente a lo largo de su relaciones con la plataforma

Pese a que esta forma de valoración proporciona una información más completa, sólo se puede llevar a cabo si los analistas consiguen acceso a las bases de datos de las empresas que proporcionan información detallada del perfil de cada cliente.

2.2 Spotify, una empresa para el análisis

Spotify es una empresa de servicios multimedia sueca fundada en 2006, cuyo producto es la aplicación homónima empleada para la reproducción de música, podcasts y vídeos digitales vía streaming. Su modelo de negocio es el denominado *freemium*, que consiste en ofrecer un servicio gratuito básico y con publicidad y otro con características adicionales –como una mejor calidad de audio, libre de publicidad y de uso ilimitado– a través de una suscripción de pago. Spotify mostro un total de 406 millones de suscriptores en 2021. 180 suscriptores premium y 226 con servicio *freemium*. El coste aproximado de la cuenta premium es de 9,99€ mensuales. Existen promociones especiales para estudiantes y para familias (Spotify, 2021).

Figura 1: Gráfico de MAU por región de Spotify



Fuente: Elaboración propia a partir de “Sustainability report Spotify 2021”

Spotify opera en 184 mercados diferentes. Actualmente la mayoría de sus usuarios activos se encuentran en Europa, seguido de Estados Unidos como se muestra en la Figura 1.

Actualmente Spotify, está domiciliada en Luxemburgo. El principal mercado de cotización de Spotify es New York Stock Exchange. Además, sus acciones cotizan en Londres, México y también en Alemania en Xetra y en la bolsa Frankfurt. La empresa reporta sus resultados siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La moneda de reporte de Spotify es el Euro, € (Spotify, 2021).

Esta dirigida por Mr. Daniel G. Ek, fundador y CEO actual. Mr. Sven Martin Lorentzon es director y es cofundador de Spotify. Su CFO es Mr. Paul Aaron Vogel.

Como plataforma de streaming, sus principales competidores son Apple Music, Amazon Music, YouTube Music, Sound Cloud, and Deezer.

Figura 2: Cotización Spotify 1/05/2017 a 1/05/2022



Fuente: Yahoo Finance

La gráfica mostrada anteriormente muestra la cotización de Spotify en NASDAQ desde el 1 de mayo de 2017 al 1 de mayo de 2022. Vemos como el descontento de algunos artistas con la plataforma y el veto de uno en concreto ha perjudicado de manera notable la cotización de la compañía (Bargueño, 2022).

Aunque Spotify, es capaz de monetizar sus servicios a través del modelo de suscripción, sus resultados netos y operativos han sido negativos. A la hora de proyectar un modelo financiero e intentar determinar el escenario futuro de la situación financiera, hay que tener en cuenta las dificultades derivadas de cada modelo operativo de los modelos de suscripción (Tzuo & Weisert, 2019).

2.3 El modelo de suscripción

El modelo de negocio de suscripción es un modelo de ventas recurrente donde los clientes pagan una cuota semanal, mensual o anual por un servicio o producto. Los clientes pueden decidir si quieren renovar su suscripción en momentos determinados. Si las empresas, son capaces de mantener a los clientes, se crean fuentes de ingresos constantes. Esto tiene aspectos financieros y contables muy importantes. Además, genera una lealtad entre empresa y consumidor mayor (Tzuo & Weisert, 2019).

Hay ciertos aspectos que diferencian a estos negocios con negocios convencionales.

Uno de ellos es la relación con el cliente. En los negocios de modelos de suscripción, la relación con el cliente debe estar enfocada a largo plazo. En el momento que se realiza la transacción, no se finaliza la relación con el cliente si no que empieza. El objetivo deja de ser que nuevos clientes realicen una adquisición rápida y pasa a ser la de mantener al cliente de por vida (Tzuo & Weisert, 2019).

Además, la oferta de productos y servicios debe mejorar y actualizarse de manera constante. Una empresa de suscripción debe de ser capaz de cambiar para adaptarse a las demandas de sus clientes si quiere establecer relaciones a largo plazo. (Baxter, 2020).

El foco deja de estar en el producto o en el margen. Estas métricas siguen siendo factores importantes, pero ahora las empresas deben centrarse en la creación de relaciones a largo plazo y en ser capaces de adaptarse a las necesidades de los clientes de manera más individualizada.

Otra característica importante de este tipo de negocios es que suelen ofrecer la versión “*freemium*”. Esta estrategia consiste en ofrecer parte de este servicio de manera gratuita. Los usuarios tendrán que escuchar o ver anuncios a cambio de este servicio gratuito. Permite a los negocios con modelo de suscripción ampliar su base de clientes (Parker, Van Alstyne & Choudary, 2017).

La aplicación de estos criterios tiene diferentes impactos financieros sobre las empresas. Uno de ellos es la generación de flujos más predecibles. La empresa con modelo de suscripción será capaz de generar unas entradas de caja de manera recurrente y podrá estimar a futuro el tiempo y la cantidad de estos flujos (Tzuo & Weisert, 2019). Esta razón hace que sea más atractivo para inversores.

Los flujos de caja más estables hacen que la empresa sufra con menos fuerza cambios en la economía. Además, es difícil que haya una bajada repentina en el consumo porque los consumidores tienen más dificultades para darse de baja y encontrar un sustituto en el mercado. Es importante destacar que esto determinará como los negocios son capaces de convertir su base *freemium* a premium (Parker, Van Alstyne & Choudary, 2017).

2.4 Definición de los objetivos del TFG e hipótesis del trabajo

El objetivo de este trabajo es completar los métodos tradicionales de valoración de las empresas fundamentadas en modelos de suscripción para conseguir unos resultados más diagnósticos. Mi hipótesis de trabajo es que los métodos tradicionales de valoración no son suficientes porque no incorporan las métricas basadas en información sobre cliente, CBCV, que son tan relevantes en el modelo de suscripción.

Para ello se analizan los estados financieros de Spotify de 2019, 2020 y 2021 utilizando métodos de valoración tradicionales como múltiplos de empresas comparables y descuento de flujos de caja. Además, se incorporan al análisis métricas alternativas basadas en el cliente.

El objetivo de este análisis es también ser capaz de combinar un análisis académico con un análisis práctico sobre la valoración financiera de empresas fundamentadas en modelos de suscripción para intentar concluir cómo conseguir una información más completa.

3. METODOLOGÍA

En el diseño de la metodología he incluido pasos y procedimientos que sirvan para responder la pregunta de investigación: ¿Cómo completar los métodos tradicionales de valoración de las empresas fundamentadas en modelos de suscripción para conseguir unos resultados más diagnósticos?

Mi hipótesis de trabajo es que los métodos tradicionales de valoración no son suficientes y que hay que completarlos con nuevas métricas basadas en información sobre cliente, CBCV.

Mi interés por esta investigación radica en dos razones fundamentales. En primer lugar, por su vigencia: los negocios basados en modelos de suscripción están revolucionando los mercados en todos los sectores. En segundo lugar, porque es un problema con posibilidad de desarrollo desde el punto de vista académico. Existen publicaciones y artículos académicos que lo tratan, pero todavía hay un espacio para el análisis creativo. Esto ha supuesto también una dificultad a la hora de encontrar material académico determinante. También es difícil acceder a datos relativos a métricas basadas en el cliente, porque están protegidos por la ley de protección de datos y la voluntad de las empresas de no compartir información sensible.

He seleccionado Spotify para realizar el análisis porque fundamenta su negocio desde sus orígenes en el modelo de suscripción y por la accesibilidad a datos de métricas basadas en el cliente CBCV a través de Bloomberg Intelligence.

En el diseño de la metodología he previsto los siguientes pasos:

1. Revisar de la literatura existente para entender el modelo de suscripción y conocer las propuestas sobre métodos de valoración de empresas fundamentadas en este modelo
2. Determinar qué métodos de valoración utilizaré en el análisis
3. Elegir la empresa para llevar a cabo el análisis
4. Recopilar los estados financieros
5. Recopilar los datos relativos a métricas basadas en el cliente CBCV
6. Aplicar los métodos tradicionales de valoración
7. Aplicar nuevas métricas basadas en el cliente
8. Extraer conclusiones

La revisión de la literatura

El primer paso para llevar a cabo la revisión de la literatura existente ha sido realizar la búsqueda en las siguientes bases de datos EBSCO, National Bureau of Economic Research (NBER) y FACSET. En las búsquedas he incluido los siguientes términos: “economía de suscripción”, “métodos de valoración”, “métricas de suscripción”. Esto ha resultado en 47 resultados de artículos en los últimos 10 años. De este primer resultado he seleccionado 10 artículos y 5 libros publicados en los últimos tres años como fuentes principales que contenían información relevante para mi investigación.

Para la selección de los artículos relevantes elaboré el siguiente cuestionario:

1. ¿Trata directamente sobre mi pregunta de investigación?: ¿Cómo completar los métodos tradicionales de valoración para en las empresas fundamentadas en modelos de suscripción para conseguir unos resultados más certeros?
2. ¿Incluyen los artículos los conceptos clave?: “economía de suscripción”, “métodos de valoración”, “métricas de suscripción”, “métricas basadas en el cliente. CBCV”
3. ¿Los autores proponen métodos de valoración?
4. ¿Cómo valoran los autores los métodos tradicionales de valoración?
5. ¿Se proponen modificaciones a los métodos tradicionales de valoración?

Una vez descartados todos los artículos irrelevantes y seleccionadas las fuentes recuperé la información relevante para mi análisis estructurando la información de la siguiente manera, para poder comparar aportaciones y analizarlas de manera crítica y objetiva

1. Propuesta de uso de métodos tradicionales de valoración
2. Crítica al uso de métodos tradicionales
3. Propuestas para superar el uso de métodos tradicionales
4. Selección de método tradicional aplicable. Para la aplicación práctica he decidido utilizar dos métodos tradicionales a) DCF b) múltiplos de compañías comparables
5. Matización de métodos tradicionales con las nuevas métricas basadas en el cliente (CBCV) a utilizar en el trabajo a partir de las propuestas contenidas en la literatura revisada. Estos son a) ARPU b) CAC c) LTV

Las principales conclusiones extraídas del análisis de la literatura son las siguientes:

1. La mayor parte de los autores analizados concluyen que los métodos tradicionales deben ser la herramienta principal, pero se deben considerar otras métricas
2. Hay escasas propuestas específicas para las empresas de suscripciones
3. Por este motivo he decidido utilizar el DCF y valoración por múltiplos e incluir nuevas variables que puedan proporcionar información relevante para el análisis de este tipo de empresas, ARPU, CAC y LTV sugeridos por los autores que más recientemente han publicado sobre el tema

Paralelamente decidí llevar a cabo la valoración de la empresa Spotify. Tomé mi decisión por dos motivos esenciales. En primer lugar, porque fundamenta su negocio desde sus orígenes en el modelo de suscripción y en segundo lugar, porque he conseguido acceder a las métricas basadas en el cliente CBCV a través de Bloomberg Intelligence. La obtención de este tipo de información es muy difícil.

Partiendo de los estados financieros publicados por la compañía entre 2019 y 2021 apliqué los métodos tradicionales de valoración que completé con las métricas basada en el cliente: a) El ARPU, *Average Revenue per user* b) CAC c) LTV.

4. MARCO TEÓRICO

En este apartado se analiza las principales razones para realizar una valoración de una empresa y se describen los métodos más comunes. Entre los principales métodos encontramos DCF, múltiplos de empresas comparables y transacciones precedentes. A continuación, se explican estos conceptos de una manera directa y con un enfoque práctico para más tarde aplicarlo con una empresa real.

4.1 Métodos tradicionales

Estos tres métodos los podremos clasificar en intrínsecos como el DCF y relativos como múltiplos de empresas comparables y transacciones precedentes.

¿Porque realizamos una valoración? Una organización tendrá un valor diferente para el vendedor y los diferentes compradores.

El objetivo de una valoración es determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor, se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación (Fernández, 2008).

Dentro de los propósitos de una valoración, los principales son los siguientes:

- Compraventa
- Empresas cotizadas. Podremos comparar el valor de la acción cotizada con la valoración realizada.
- Salidas a bolsa. Tendremos que valorar la compañía para determinar el precio por acción
- Planificación estratégica: centrarse en aquellos negocios que generan más valor

4.1.1 Descuento de flujos de Caja

Este método es un método de valoración intrínseco porque mide el valor inherente de una compañía (Damodaran, 2012).

Según el profesor Pablo Fernández (2008), este método, trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –*cash flows*– que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. En este método se considera que la empresa generara flujos de caja en el futuro. Por lo tanto, el valor de las acciones de una compañía se puede determinar de los flujos de caja que genere para los propietarios de sus acciones. Se utiliza la siguiente expresión:

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_n + VT_n}{(1+r)^n}$$

siendo:

- CF_i = flujo de caja generado por la compañía en el período i
- VT_n = valor terminal de la empresa en el año n
- r = tasa de descuento

El tiempo que decidimos proyectar los flujos de caja dependerá de la información que dispongamos sobre la empresa. Si se dispone de una estimación fiable sobre las ventas de la compañía en los próximos 5 años, se podrá proyectar los flujos de caja durante ese periodo (Chacko & Evans, 2014).

Una vez pasa ese periodo de tiempo se considera que la empresa habrá llegado a un periodo de crecimiento estable (Damodaran, 2012).

En algunos casos, determinar el número de años que debemos proyectar es sencillo. Por ejemplo, si tuviésemos que valorar una empresa de infraestructura como una sociedad concesionaria de autopistas, proyectaremos los años para los que la empresa dispone de la concesión.

También se debe tener en cuenta el valor terminal de la empresa, porque en muchos casos, una vez pasado ese periodo la empresa seguirá generando valor. La mayoría de las empresas no operan durante un tiempo finito y generan flujos durante un tiempo indefinido. Por esa razón, debemos estimar cual serán los flujos de caja después del tiempo estimado (Chacko & Evans, 2014). Más adelante se explican los principales métodos para calcular el valor terminal o *terminal value*.

Antes de obtener los flujos de caja debemos proyectar los estados financieros de la compañía. El objetivo de esta parte del análisis será determinar cuál será la situación de la compañía en el futuro. Para ello, el analista tiene que realizar diferentes suposiciones como cuál será el

crecimiento de ventas de la compañía o el margen de rentabilidad. Se podrá basar el crecimiento de la empresa durante los últimos años o análisis del sector realizados por diferentes consultores. Una vez realizad este paso, podemos calcular los flujos de caja (Rosenbaum, 2013).

Encontramos diferentes flujos. En este método, el flujo más común es el flujo de fondo libre o *free cash-flow*. El *free cash-flow*, es el flujo generado por las operaciones de la compañía, después de haber considerado los impuestos y que no tiene en cuenta el endeudamiento. Es la caja que quedaría disponible después de haber cubierto las necesidades operativas de fondo y después de haber reinvertido en activos fijos. A la hora de calcular el free cash-flow suponemos que la empresa no tiene deuda y que por lo tanto no paga intereses (Fernández, 2008).

El objetivo es pronosticar los cash-flow de la compañía centrándose en el rendimiento económico sin tener en cuenta su estructura de capital. Para ello, se analizan las partidas financieras relacionadas a la generación de flujos de caja como clientes, inventarios o proveedores (Damodaran, 2012). Este método es conveniente en caso de que la empresa tenga flujos de caja predecibles y no vaya a experimentar grandes cambios en el futuro porque si no sería muy difícil realizar estimaciones fiables y realistas sobre la situación de la empresa en el futuro.

Deberemos proyectar estos flujos de caja sin tener en cuenta el apalancamiento. Utilizamos caja generada y no otra métrica como ventas porque permite visualizar el valor fundamental de la compañía. No tenemos en cuenta el apalancamiento porque representan la caja disponible para todos los inversores; inversores de deuda e inversores de fondos propios (Fernández, 2008).

Una vez calculados los flujos de caja para el tiempo determinado, tendremos que calcular el valor terminal. El valor terminal representa el valor que la compañía sigue generando después del tiempo establecido. Asumimos que la compañía seguirá operando de manera perpetua. Es el caso de la mayoría de los negocios o de real estate (Chacko & Evans, 2014).

Para llegar a este valor podremos utilizar diferentes métodos:

- Método Gordon *Growth* o crecimiento perpetuo

Este método asume que flujos de caja van a crecer de manera infinita. Para ello se utiliza la siguiente fórmula:

$$TV = \frac{CF_{n-1} \times (1 + g)}{WACC - g}$$

La “g” representa el crecimiento perpetuo. Este crecimiento será menor comparado con el que hemos utilizado para proyectar los flujos de caja de la compañía porque suponemos que llegados a ese punto la compañía crecerá de manera estable. Podremos utilizar el crecimiento del PIB del país en el largo plazo o la inflación (Damodaran, 2012).

- Método del múltiplo terminal

En este caso se utiliza una métrica operativa (Ejemplo: EBITDA, Ventas) y lo multiplicamos por el múltiplo para estimar como valorará el mercado la compañía en ese año futuro (Rosenbaum, 2013).

Una vez obtenidos los flujos de caja en el futuro debemos descontarlos usando una tasa de descuento para conocer su valor en la actualidad. (Chacko & Evans, 2014). Para descontar los flujos de fondo libre, se utiliza el coste medio ponderado de los recursos o en inglés, WACC. El WACC se calcula teniendo en cuenta el coste de fondos propios y el coste de deuda; y se utiliza la siguiente formula:

$$WACC = ke E + kd D (1 - t)$$

siendo:

- D = valor de la deuda con respecto al capital total.
- E = valor del patrimonio de la empresa. Determinado por la capitalización bursátil.
- kd = coste de la deuda antes de impuestos. El coste de deuda representa la rentabilidad demandada por los inversores de deuda.
- T = tasa impositiva (tax rate)
- ke = rentabilidad exigida por los inversores de “equity”. Esta rentabilidad también refleja el riesgo asociado a la inversión.

Antes de poder calcular el WACC tendremos que obtener la rentabilidad exigida a las acciones o coste de fondos propios. Para obtener el coste de fondos propios usaremos el método del modelo de equilibrio de activos financieros o “Capital Asset Pricing Model”. Este modelo considera el beneficio generado en función del riesgo de un activo (Fernández, 2008). Su fórmula es: $Ke = Rf + \beta[E(Rm) - Rf]$

- Rf: Representa el retorno del mercado asociado a activos sin riesgo

- $E(R_m)$: representa el retorno esperado del mercado en el largo plazo
- β : Riesgo asociado a la compañía. En caso de que sea mayor que 1, tendrá menor riesgo sistemático. En caso de que sea mayor que 1, el riesgo sistemático será mayor que el del mercado.

A la hora de obtener R_f , se suele utilizar el tipo de interés del Bono a 10 años del país donde tiene la sede la compañía. Los más utilizados son el alemán y el norteamericano. Se considera que estos países no tienen riesgo de impago.

También podremos usar otros métodos como crecimiento constante de Shapiro o *Dividend Discount Model*. La fórmula es la siguiente:

$$K_e = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

- Div_1 = dividendos a recibir en la siguiente fase = $Div_0 (1+g)$
- P_0 = precio actual de la acción
- g = tasa de crecimiento constante de los dividendos

Si comparamos ambos métodos, el DDM y CAPM, el CAPM tiene 2 ventajas principales. Se puede aplicar a empresas que no reparten dividendos o que lo hacen de manera irregular. Segundo, su cálculo es ajustado al riesgo asociado de la compañía. Este riesgo se refleja en Beta (Ross, Westerfield & Jaffe, 2021).

Coste de deuda

En muchos casos, es difícil obtener el coste de deuda directamente. Esto es así porque, la mayoría de las empresas no tiene deuda que se encuentre en el mercado o solo una pequeña parte se negocia en el mercado.

Una manera muy común de obtener la deuda es asumir que el valor en libros y el valor en el mercado es el mismo. Esto se puede asumir sobre todo cuando la deuda emitida at “par value”. Por lo tanto, si analizamos la deuda registrada en el balance de la compañía en un momento determinado, será igual al valor de mercado en el momento de emisión (Chacko & Evans, 2014). Se puede llegar a pensar que si realizamos estas suposiciones se pueden cometer grandes fallos cuando la deuda ha sido emitida en el pasado. Aunque debido a que la deuda no fluctúa tanto como los valores de renta variable y además fluctúa alrededor del “par value”, este error nunca será de una gran magnitud (Chacko & Evans, 2014).

Por lo tanto, para llegar al coste de deuda, debemos primero obtener el valor en libros de la deuda. A continuación, debemos saber la probabilidad de impago de esta empresa. Para ello podemos utilizar su calificación crediticia.

Con esa información podemos completar la siguiente ecuación:

$$Y_e = (1 - d)Y_p + dY_L$$

- Y_e = Rendimiento esperado o coste de deuda
- d = probabilidad de impago
- Y_p =
- Y_L = tasa de pérdidas en caso de que la empresa recurra en impagos

Esta información se puede obtener de las principales agencias de calificación crediticia (Chacko & Evans, 2014).

Otro método también utilizado para estimar el coste de deuda es asumir que la compañía tiene una beta de deuda en un rango de 0,1 a 0,5 para más tarde utilizar el modelo CAPM. Un valor más bajo será utilizado para empresas con un credit rating mayor y viceversa. (Chacko & Evans, 2014). Este método puede considerarse menos preciso, aunque sea más rápido de llevar a cabo.

Una vez obtenido el coste de deuda y el coste de fondos propios, calculamos el WACC, que más tardes utilizaremos para calcular los flujos de caja.

Para obtener el WACC tendremos que asumir la estructura de capital de la compañía. Para ello utilizaremos la estructura de capital óptima, aquella estructura de capital que minimiza el coste de capital (Ross, Westerfield & Jaffe, 2021). Este valor lo podemos asumir de la estructura de capital media de las empresas de la industria. Este valor será el que utilizamos para calcular el WACC de la compañía. La fórmula del WACC es la siguiente:

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

Esta ecuación muestra como el coste de capital de una empresa, es la media del coste de deuda y el coste de fondos propios. Al descontar los flujos de caja y el valor terminal y posteriormente sumarlos obtenemos el valor de la empresa a tiempo actual (Ross, Westerfield & Jaffe, 2021).

4.1.2 Múltiplos de empresas comparables

Este método de valoración es un método de valoración relativo que consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas u otra métrica por un número (Fernández, 2008). Ese número o múltiplo se obtendrá a través de empresas comparables.

Para poder llevar a cabo este método, es necesario tener acceso a bases de datos y datos estadísticos.

El primer paso de este método será encontrar empresas cotizadas comparables. También será posible realizarlo con empresas privadas, pero será más complejo encontrar muchos de los datos necesarios (Rosenbaum, 2013). Para encontrar empresas comparables tendremos en cuenta factores como:

- Industria
- Modelo de negocio
- Zona geográfica
- Tamaño
- Crecimiento y riesgo similar

En caso de no encontrar empresas comparables, debemos ampliar el universo. Por ejemplo, podríamos utilizar una empresa de menor tamaño que opera en un país diferente, pero tiene el mismo modelo de negocio.

Una vez determinadas las empresas comparables debemos encontrar las métricas financieras para construir los múltiplos. Estos datos procederán del mercado y de los últimos balances disponibles. En algunos casos, serán datos históricos. Aunque en la mayoría de los casos serán proyecciones ya que nuestro objetivo será determinar el valor de la compañía en el futuro (Damodaran, 2012).

Para ello podremos utilizar herramientas como Bloomberg y datos del último balance accesible de las compañías comparables. Los principales múltiplos a la hora de valorar compañías son los siguientes:

- EV/Ventas
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

Para llegar a “Enterprise Value” o valor de la compañía empezaremos con capitalización bursátil y sumaremos la deuda neta y otros ajustes que sean necesarios. Como capitalización bursátil utilizaremos la del día anterior. Los datos de Ventas, EBITDA y EBIT se obtienen del Estados de resultados más reciente (Rosenbaum, 2013).

Una vez se obtienen las diferentes métricas utilizando los estados financieros y herramientas como Bloomberg, en ocasiones será necesario realizar ajustes. Ajustes como eventos no recurrentes o resultados realizados por actividades secundarias. Estos resultados no son generados todos los años por la empresa y por lo tanto tenemos que eliminarlos para que se muestre una imagen real de lo que genera la empresa con su actividad normal (Rosenbaum, 2013).

Con esos múltiplos obtenidos de las compañías comparables podemos calcular la media o mediana. Esa media o mediana la aplicamos a la empresa que estamos valorando. Finalmente, llegamos a un “EV” de la compañía que queríamos valorar.

Este método es ajustable a empresas que se basan en el modelo de suscripción. Las empresas con modelo de suscripción, sobre todo en los inicios, tienen un coste de ventas, marketing y gestión, relativamente altos. Esto hace que obtengan un resultado operativo negativo. Por esta razón, es mejor centrarse en múltiplos como EV/Ventas.

También podemos intentar calcular otros múltiplos con métricas diferentes. Un ejemplo es EV/Suscriptores, que puede ser útil para comparar y valorar empresas que tengan un modelo de negocio basado en el modelo de suscripción.

4.1.3 Transacciones precedentes

Este método también es un método de valoración relativo porque consiste en la determinación del valor intrínseco de una empresa de forma comparativa (Rosenbaum, 2013).

Para poder llevar a cabo este método, es necesario tener acceso a bases de datos y datos estadísticos ya que necesitaremos datos históricos que muchas veces no son accesibles al público. Algunas bases de datos son Bloomberg, Capital IQ, MergerMarket o Factset.

Es un proceso similar al explicado anteriormente. En este caso en vez de buscar compañías comparables, debemos de buscar transacciones del pasado donde se haya adquirido una compañía similar a la que nosotros queremos valorar (Rosenbaum, 2013).

Tendremos en cuenta la industria, zona geográfica, modelo de negocio. En situaciones normales, buscaremos estas operaciones 5 años atrás en el tiempo. En caso de que sea una industria con muchas operaciones podremos reducir este rango de tiempo. En muchas ocasiones, dependiendo de la industria y del momento económico será difícil encontrar transacciones realmente similares. En ese caso hay que ampliar el espectro (Rosenbaum, 2013).

Una de las principales diferencias con este método y otros métodos de valoración es que los datos que se analizan son datos pasados porque necesitamos analizar transacciones de compañías similares que ya hayan ocurrido. En otros métodos, los datos son actuales o futuros. (Rosenbaum, 2013).

Finalmente aplicamos la media o mediana de los múltiplos en transacciones precedentes y lo aplicamos a la empresa que estamos valorando. En algunos casos, el analista tendrá que eliminar *outliers*. Esto se refiere a transacciones que tengan un múltiplo (EV/EBITDA, EV/Ventas) considerablemente más grande o pequeño que la media (Damodaran, 2012).

Finalmente, para representar las valoraciones que hemos obtenido con los diferentes métodos, podemos graficarlos. El gráfico más común para poder analizar y visualizar las valoraciones es el *football field*. Lo podemos preparar utilizando un gráfico de barras con los diferentes métodos utilizados y unos rangos para cada método utilizado.

4.2 Métricas de valoración alternativas para empresas de suscripción

Los métodos de valoración presentados previamente están fundamentados en estándares GAAP, que pueden no ser suficientes para la valoración de empresas de suscripción. En ocasiones necesitaremos conocer de que manera crece una compañía; si lo hace a través de la captación de nuevos usuarios o a través de la monetización de los usuarios existentes, por ejemplo (Baxter, 2020)

¿Cómo se debe medir el rendimiento de estas empresas de suscripción? Los autores proponen nuevas métricas que permitan afinar la medición del rendimiento basadas en el cliente, CBCV. Las principales métricas son las siguientes:

1. ARPU: “Average Revenue per User”
2. Monthly Churn
3. CAC
4. Subscriber LTV
5. Payback
6. Retorno de la inversión (ROI) del suscriptor

Estas métricas proporcionan datos más completos y relevantes porque analizan la situación de la compañía con los usuarios de una manera que los métodos tradicionales no han considerado. A continuación, se explican con detalle:

4.2.1 ARPU: “Average Revenue per User”

Es una de las métricas más útiles y representa el ingreso promedio de suscripción generado por usuario cada mes. La forma más fácil de calcular esta métrica es dividir los ingresos generados por los usuarios por el número promedio de usuarios durante ese período.

ARPU es una de las métricas más útiles porque no proporciona información sobre qué productos o servicios en la compañía impulsan más los ingresos totales. También puede proporcionar información sobre los clientes de las diferentes geografías o regiones donde opere una empresa (Baxter, 2020).

4.2.2 Churn

El churn es el porcentaje mensual de abandono de suscriptores y se calcula dividiendo los suscriptores perdidos en el mes entre la base de suscriptores a principios de mes (Tzuo & Weisert, 2019).

Hay ciertos elementos que provocan las cancelaciones de los usuarios de un negocio de suscripción. Estas son: que los competidores ofrezcan mejores servicios, que haya conflictos en el uso del servicio o fallos a la hora de tramitar los pagos y transacciones que ocurren en la plataforma. El objetivo de la compañía debería de ser identificarlos y abordarlos individualmente para conseguir retener el máximo número de clientes. Si se consigue captar a más usuarios que la rotación (churn), la compañía crecerá.

La rotación de suscriptores tiene muchas implicaciones para la compañía ya que, si es bajo, los gastos para conseguir nuevos usuarios serán menores. Además, una baja rotación mostrará una lealtad mayor de los consumidores (Tzuo & Weisert, 2019).

4.2.3 CAC, *Customer Acquisition Cost*

Coste de captación de clientes = Gastos de ventas y marketing / Captación bruta de clientes

Como vemos en la fórmula, el CAC se calcula contabilizando los gastos de marketing y ventas que se centran en la adquisición de usuarios y se dividen por el total de nuevos clientes durante un período de tiempo concreto. Dependiendo del canal, la compañía invertirá más en conseguir un usuario. Por esa razón, lo óptimo es determinar el CAC para los diferentes canales de una empresa (Parker, Van Alstyne & Choudary, 2017).

Un CAC alto puede reducir los márgenes de la compañía porque querría decir que los gastos en ventas y marketing serían altos.

4.2.4 LTV, *Lifetime Value*

El LTV presenta el valor de por vida del suscriptor y se calcula de la siguiente manera:

$LTV = (\text{Margen bruto} \times \text{ARPU}) / \text{Porcentaje de abandono de usuarios}$

El valor de por vida mide en euros una relación con el cliente. Expresa la ganancia futura que espera conseguir la compañía de un cliente a lo largo de su relación con la empresa. Esta métrica se puede comparar con el CAC. El LTV debería de ser mayor o el límite, en comparación con el coste de adquisición de un nuevo cliente que en ocasiones solo se recupera posteriormente a la

realización de varios pagos. Un CAC excesivo puede mostrar que la empresa no es atractiva para los clientes (Recurly, 2021).

Por lo tanto, un LTV mayor determina que la compañía podrá gastar más en adquirir nuevos clientes. Este es el caso de muchas empresas de Saas. El caso de Spotify es diferente porque tiene un margen más pequeño debido a los altos royalties que debe pagar. Esto hace que tenga menos flexibilidad de gasto para adquirir nuevos clientes (Tzuo & Weisert, 2019).

4.2.5 Payback o Recuperación de la inversión

El tiempo de amortización de una inversión es de vital importancia porque ayuda a determinar la eficiencia de su negocio de suscripción. Mide el tiempo que la empresa tardara en conseguir de vuelta los gastos iniciales (Recurly, 2021).

El flujo de caja que aporta cada consumidor será clave para intentar reducir al máximo la recuperación de la inversión realizada. Este término está muy relacionado con fondo de maniobra de la empresa ya que se necesitará más caja para hacer crecer el negocio cuando más largo sea el payback. Si el tiempo es muy largo, la empresa necesitará financiarse. (Tzuo & Weisert, 2019).

4.2.6 Retorno de la inversión (ROI) del suscriptor o LTV / CAC

El retorno de la inversión también se puede expresar como LTV/CAC ya que se calcula de esa manera. Nos muestra el beneficio que obtendremos de un suscriptor en base a lo que nos cuesta adquirirlo.

Si la empresa tiene una ratio menor a 1, quiere decir que destina más a conseguir usuarios que lo después consigue de ellos. En este caso, la compañía no será sostenible y no podrá operar en el largo plazo. El objetivo de todas las compañías de suscripción será incrementar todo lo posible esta métrica (Tzuo & Weisert, 2019).

5. ANÁLISIS PRÁCTICO DE SPOTIFY

El objetivo de este apartado es analizar la situación de Spotify, ya que es una de las empresas que mejor representa el modelo de suscripción. En primer lugar, se analiza los estados financieros durante los últimos 3 años para ver su evolución. También se aplican dos métodos de valoración: descuento de flujos de caja y múltiplos de empresas comparables. Finalmente se valora su situación utilizando métricas concretas para empresas basadas en el modelo de suscripción.

5.1 Spotify no es rentable; muestra resultados negativos

Figura 3: P&G Spotify desde 2019 a 2021

Millones €	2019	2020	2021
Ingresos	6,764	7,880	9,668
Coste de ingresos	5,042	5,865	7,077
Margen bruto	1,722	2,015	2,591
R&D	615	837	912
Ventas y marketing	826	1,029	1,135
General y administrativo	354	442	450
Gastos operativos	1,795	2,308	2,497
EBIT	-73	-293	94
Ingresos financieros	275	94	246
Gastos financieros	-333	-510	-91
Ingresos/-gastos - neto	-58	-416	155
Resultado antes de impuestos	-131	-709	249
Impuestos	55	-128	283
Resultado neto	-186	-581	-34

Fuente: Informes anuales de Spotify

Previamente, se muestra el EBIT y beneficio neto de Spotify en los últimos 3 años. Es importante destacar que Spotify hasta 2021 presenta resultados antes de impuestos negativo. La compañía históricamente ha presentado tanto un resultado neto como un resultado operativo negativo. Por esta razón, Spotify es considerado una compañía no rentable para algunos analistas. ¿Es el modelo de negocio de Spotify actual rentable?

Algunas de las principales causas para estos resultados negativos a pesar de su rápido crecimiento, son:

- **Altas Performance royalties:** este coste representa el dinero que debe pagar Spotify a los titulares de los derechos de las grabaciones que se emiten en la plataforma. Las “royalties” no funciona como un coste fijo ya que, si los consumidores aumentan su consumo de música, el coste de los royalties aumenta. El coste de los ingresos incluye todos los costes asociados al pago de los derechos de autor por música seleccionada por los usuarios. A medida que aumenta el número de usuarios y oyentes, también lo hace el coste de ingresos.
- **Insuficientes pagos por suscripciones:** En el período (2014-2021) se observa que los ingresos derivados de los pagos por suscripción de los clientes no son suficientes para cubrir los gastos de explotación (Lozic, 2020).

Spotify ha aumentado sus pérdidas a medida que aumentaba su base de clientes. Si compramos el EBIT de Spotify en 2014 y 2020 presentados en la Figura 3, los resultados históricos de Spotify muestran como la compañía era más rentable con 5 millones de suscriptores que con 100 millones. (Lozic, 2020).

Figura 4: Evolución del EBIT de Spotify desde 2014

Millones €	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	1.085	1.940	2.952	4.090	5.259	6.764	7.880	9.668
Beneficio bruto	174	226	401	849	1.353	1.722	2.015	2.591
Costes totales	-365	-461	-750	-1.227	-1.396	-1.795	-2.308	-2.497
EBIT	-191	-235	-349	-378	-43	-73	-293	94

Fuente: elaboración propia usando informes anuales de Spotify.

Hasta 2021 Spotify no presenta un EBIT positivo como se muestra en la tabla. El beneficio bruto es demasiado bajo es comparación con los gastos operativos de la compañía y por tanto el EBIT es negativo. En 2018, Spotify redujo drásticamente las pérdidas, pero en el período siguiente, las pérdidas comenzaron a aumentar de nuevo.

Los ingresos de Spotify, en el periodo analizado de ocho años, pasaron de 1.085 millones de euros a 9.668 millones. Al calcular la tasa de crecimiento anual compuesta o CAGR de las ventas durante esos años observamos un crecimiento de 33,14%. El beneficio bruto aumentó de 174 millones a 2.591 millones de euros, lo que supone un CAGR de 40,16%.

Si analizamos los resultados de 2021 y los comparamos con los resultados del año anterior, se encuentran grandes diferencias. El crecimiento respecto a 2020 es 23%. Este mismo valor para el año anterior era de 16%. Por lo tanto, se observa como Spotify es capaz de aumentar sus ingresos en comparación con el año anterior. Uno de los factores clave será determinar durante

cuando tiempo será Spotify capaz de aguantar este nivel de crecimiento y de qué manera genera este crecimiento. El motor de este crecimiento puede ser el aumento de nuevos usuarios o el incremento de la monetización de usuarios existentes.

Desde mi punto de vista creo que la pandemia ha ayudado a la compañía a alcanzar esos niveles. Solo introduciéndose en nuevos mercados y aumentando el MAU serán capaces de crecer a ese ritmo durante los próximos años.

Si realizamos el mismo cálculo para los gastos operativos, obtenemos un crecimiento de 8% respecto a 2020. Estos gastos para Spotify son los gastos de marketing, desarrollo y administrativos. El incremento de estos gastos del año 2019 a 2020 era de 29%. Por lo tanto, podemos observar cómo en 2021 Spotify fue capaz de aumentar sus ventas a un nivel mayor que el incremento en gastos operativos. Esta puede ser una de las razones por la cual Spotify es capaz de mostrar un EBIT positivo en 2021. Para determinar cómo es Spotify capaz de aumentar sus ventas en 2021, es importante analizar el número mensual de usuarios activos (MAU).

Spotify experimenta un incremento de MAU (Monthly Active User) de 18%. Esta misma métrica en 2020 era de 27%.

Figura 5: Incremento MAU por región

ZONA	Incremento MAU
Europa	14%
América del Norte	11%
América Latina	15%
Resto del mundo	35%

Fuente: Informes anuales de Spotify

La figura 4 muestra como “resto del mundo” fue donde más aumento en número de usuarios activos al mes.

Otro aspecto que hay que tener en cuenta es que en 2021 Spotify aumentan el número de mercados donde ofrece sus servicios. En 2020 operaba en 93 territorios. En 2021 esa cifra aumenta hasta 180, principalmente por la entrada en países de Asia, África, y el Caribe. Esta puede ser una de las razones por la cual consigue un EBIT positivo en 2021. El entrar en nuevos mercados, Spotify consigue economías de escala y consigue reducir sus costes de producción unitarios.

Este crecimiento podría no ser sostenible ya que se sustenta principalmente en la entrada en nuevos mercados donde Spotify no estaba presente antes.

5.2 Spotify muestra resultados operativos positivos el 3er cuatrimestre 2021

La mejora en el margen de beneficio bruto puede ser otra causa que explica el EBIT positivo en 2021.

Figura 6: Margen bruto Spotify

Millones €	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Beneficio bruto	174	226	401	849	1353	1722	2015	2591
Margen beneficio bruto	16.04%	11.65%	13.58%	20.76%	25.73%	25.46%	25.57%	26.80%

Fuente: Elaboración propia a través de Informes anuales de Spotify

La tabla muestra un aumento en el margen bruto de la compañía desde 2014 a 2021. El margen bruto representa el beneficio que obtiene Spotify entre sus ventas y el pago de “royalties”. Se debe tener en cuenta que, durante este periodo, Spotify apuesta por los podcasts. Este producto tiene un pago menos los titulares de los derechos de las grabaciones en comparación con la música. Esto afecta de manera positiva a los márgenes de la compañía.

El margen bruto evoluciona desde el 16% en 2014, principio del periodo analizado, hasta el 26,8% en 2021. Es interesante señalar cómo desde 2018 en adelante, el margen del beneficio bruto se estabiliza en torno al 25% respecto a los ingresos.

Por tanto, podemos concluir que la entre las posibles causas de mejora se encuentran:

- La apuesta por producción y adquisición de contenido de podcasts. Spotify propietario de los derechos y por tanto si el consumo aumenta no aumenta de manera proporcional los costes de ventas.
- Aumento de MAU debido a expansión en nuevos mercados que lleva a la compañía a desarrollar economías de escala.
- Mejora de la eficiencia que se muestra en aumento del margen bruto de la compañía durante los últimos 8 años. Se sitúa en torno al 25% comparado con 16% de 2014.

5.3 ¿Cómo se comportará Spotify en el futuro?

Algunos analistas se muestran desconfiados y piensan que este cambio positivo en los resultados de Spotify no se va a mantener en el tiempo. Por lo tanto, son de la opinión que Spotify no conseguirá hacer su negocio rentable a pesar de su crecimiento. Otros en cambio consideran que ese EBIT positivo experimentado es el primer paso para generar resultados positivos (Reis & Martins, 2022).

Como mencionaba anteriormente, creo que gran parte de esta rentabilidad dependerá del crecimiento de la compañía. Este estará determinado por el aumento que consiga Spotify del MAU. Para ello será determinante el desarrollo en nuevos mercados.

Algunas de las razones que expresan algunos analistas para dudar de su rentabilidad son:

- Reducción en crecimiento en el mercado con el fin de la situación creada por la pandemia
- Incremento de la presencia de competidores (Apple, Amazon music)

6. MÉTODOS DE VALORACION APLICADOS A SPOTIFY

6.1 Descuento de flujos de caja

Los resultados de Spotify se han proyectado durante 6 años porque es una franja de tiempo donde la compañía no experimentará grandes cambios y por lo tanto las estimaciones pueden ser consistentes.

El primer paso para determinar el crecimiento de las ventas de Spotify en el futuro será estudiar el crecimiento de la industria de la música grabada. Es importante destacar que hasta 2014 la industria de la música estaba cambiando desde un modelo de negocio basado en productos físicos hacia un modelo de negocio basado en servicios de streaming.

Desde mi punto de vista este modelo de negocio permanecerá en el tiempo ya que no se contempla ningún gran cambio. Esto es algo positivo ya que ayudara a la consolidación de la industria.

En concreto la industria de servicios de streaming, creció un 20% en 2020. Gran parte de este crecimiento está determinado por Spotify ya que es la principal plataforma streaming de suscripción.

Figura 7: Proyección de margen bruto de Spotify

Suposiciones ingresos/costes	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos	6.764,0	7.880,0	9.668,0	11.504,9	13.690,9	16.018,3	17.940,5	20.093,4	22.504,6
Crecimiento (%)	n.a.	16,5%	22,7%	19,0%	19,0%	17,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Coste de ingresos	(5.042,0)	(5.865,0)	(7.077,0)	(8.513,6)	(10.131,2)	(11.693,4)	(12.917,2)	(14.266,3)	(15.753,2)
Como % de ingresos (%)	(74,5%)	(74,4%)	(73,2%)	(74,0%)	(74,0%)	(73,0%)	(72,0%)	(71,0%)	(70,0%)
Gross profit	1.722,0	2.015,0	2.591,0	2.991,3	3.559,6	4.324,9	5.023,3	5.827,1	6.751,4
Margen (%)	25,5%	25,6%	26,8%	26,0%	26,0%	27,0%	28,0%	29,0%	30,0%

Fuente: elaboración propia

Como se observa en la figura 7, el crecimiento durante los primeros años será elevado debido a la entrada en nuevos mercados por parte de la compañía. En el informe anual de 2021 se comenta a los accionistas que Spotify entrara en mercados como Asia, África, y el Caribe. Esto le permitirá aumentar el número de suscriptores de manera notable.

A la hora de determinar el crecimiento para años futuros, este crecimiento se reduce debido a que la empresa ya tendrá presencia en casi todos los continentes y entrará en un periodo de consolidación frente a competidores.

a. Costes de Spotify

- **Costes de ventas de Spotify**

Es importante explicar en qué consiste el coste de ventas de Spotify para entender como proyectar esta línea del P&L en el futuro. Estos costes de ventas son principalmente costes de distribución de contenidos y el pago de royalties.

Desde que comenzó a operar, Spotify ha pagado más de 26 billones de euros en royalties a artistas y creadores de contenido (Spotify, 2021).

Los derechos de las grabaciones sonoras concedidas en virtud de estos acuerdos representaron más del 77% de los flujos de música durante el año terminado el 31 de diciembre de 2021 (Spotify, 2021).

Dentro de costes de royalties debemos dividir en:

- Royalties para música:

Las principales compañías con las que se negocia las licencias o royalties son Universal Music Group, Sony Music Entertainment, and Warner Music Group. Muchos de estos acuerdos están sujetos a objetivos concretos. Objetivos que se basan en número de suscriptores Premium, el ratio entre suscriptores premium y usuarios con publicidad, y/o el churn de suscriptores Premium.

- Royalties para podcasts

Los derechos de distribución de los podcasts y otros contenidos no musicales se obtienen directamente de los titulares de los derechos (en ocasiones personas). También obtenemos los derechos a través de sus plataformas propias. Algunas de estas plataformas son Anchor, Soundtrap for Storytellers y Spotify for Podcasters, que consienten a los creadores publicar contenidos directamente tras acceder al cumplimiento de los términos y condiciones (Spotify, 2021).

Creo que este factor es importante porque a la hora de negociar con individuales o grupos más pequeños el nivel de negociación es mayor para Spotify. Esto permite Spotify conseguir mejores términos y por lo tanto reducir el coste de ventas.

Esto se ha tenido en cuenta a la hora de proyectar los costes de ventas de Spotify ya que el número de podcasts escuchados aumentara, más personas escucharan podcasts en el futuro (Adgate,2021). Por lo tanto, el coste de ventas de Spotify se irá reduciendo en el futuro porque los royalties serán más bajos. Por esa razón, la proyección de los costes de ventas se

reduce a medida que avanzan los años. Esto ha sido una de las suposiciones más determinantes del proyecto.

Por últimos el coste de ventas también incluye:

- las tasas de procesamiento de tarjetas de crédito y pagos por los ingresos de los clientes
- el servicio de atención al cliente
- determinadas retribuciones y beneficios de los empleados
- sistematización en la nube, streaming, instalaciones y costes de equipamiento.

En la figura 34 se mantiene aproximadamente el mismo nivel de coste de ventas experimentado desde 2019 a 2021 y se reduce poco a poco por la razón explicada anteriormente.

Una vez proyectados las ventas y los costes de ventas de Spotify obtenemos el Gross Margin.

Se observa como debido a las suposiciones realizadas, el margen de Spotify aumenta. El incremento del consumo de podcast por parte de los usuarios favorece a Spotify porque el pago de los royalties es relativamente menor comparado con lo que tienen que pagar a los artistas por su música.

Después de los costes de ventas, debemos proyectar los demás costes operativos de la compañía para llegar al EBIT. Estos costes operativos son los siguientes:

Figura 8: Proyección de los costes operativos de Spotify

Suposiciones costes operativos	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Investigación y desarrollo	(615,0)	(837,0)	(912,0)	(1.093,0)	(1.300,6)	(1.521,7)	(1.704,3)	(1.908,9)	(2.137,9)
Como % de ingresos (%)	(9,1%)	(10,6%)	(9,4%)	(9,5%)	(9,5%)	(9,5%)	(9,5%)	(9,5%)	(9,5%)
Ventas y marketing	(826,0)	(1.029,0)	(1.135,0)	(1.415,1)	(1.684,0)	(1.970,3)	(2.206,7)	(2.471,5)	(2.768,1)
Como % de ingresos (%)	(12,2%)	(13,1%)	(11,7%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)
Generales y administrativos	(354,0)	(442,0)	(450,0)	(575,2)	(650,3)	(720,8)	(762,5)	(803,7)	(843,9)
Como % de ingresos (%)	(5,2%)	(5,6%)	(4,7%)	(5,0%)	(4,8%)	(4,5%)	(4,3%)	(4,0%)	(3,8%)
Costes operativos totales	(1.795,0)	(2.308,0)	(2.497,0)	(3.083,3)	(3.634,9)	(4.212,8)	(4.673,5)	(5.184,1)	(5.749,9)
Crecimiento (%)	n.a.	28,6%	8,2%	23,5%	17,9%	15,9%	10,9%	10,9%	10,9%
EBIT	(73,0)	(293,0)	94,0	(92,0)	(75,3)	112,1	349,8	643,0	1.001,5
Margen (%)	(1,1%)	(3,7%)	1,0%	(0,8%)	(0,6%)	0,7%	2,0%	3,2%	4,5%

Fuente: elaboración propia

- Investigación y desarrollo

Para proyectar los costes de investigación y desarrollo, nos fijamos en 2019, 2020 y 2021. En ese periodo representaron 9%, 11% y 9% de ventas. He decidido mantener un 9,5% de los

ingresos como costes de I+D. Los costes de investigación y desarrollo son claves para Spotify porque determinan el nivel de satisfacción del cliente, variable clave que hace aumentar el MAU. Estos costes engloban la mejora de la página web y móvil para ofrecer mejores servicios al cliente. Creo que mantener un nivel de inversión óptima mantendrá a Spotify como plataforma líder de música y podcast. Por esa razón, he decidido mantener 10% a la hora de realizar las proyecciones para los siguientes 6 años de la compañía.

Otra posibilidad es que Spotify tenga que aumentar progresivamente estos costes debido a la necesidad de innovar constantemente y ofrecer servicios cada vez más complejos para la compañía. Esto reduciría el resultado antes de impuesto de la compañía.

- **Ventas y marketing**

Los costes de ventas y marketing son costes de consultoría, compensaciones de empleados, campañas de marketing, costes de adquisición de nuevos clientes y la amortización de activos intangibles como el trade name. Este es uno de los costes más importantes para Spotify porque determina el coste de adquisición de nuevos clientes, CAC. También incluye los costes de usuarios que prueban la versión premium gratis. Para proyectar estos costes me he basado en una media de los porcentajes entre 2019 y 2021, igual a 12,3% como se observa en la figura 8.

- **Generales y administrativos**

Estos costes engloban los salarios de personas que trabajan en el departamento de contabilidad, legal, recursos humanos y analítica. Además, incluye los gastos en seguros de personal y fees de directores.

Para proyectar estos costes también me he basado en años pasados. Algunos de estos costes podrían considerarse fijos, o en todo caso, se podría asumir que no crecen al mismo ritmo que las ventas. Por esa razón, he asumido que a medida que la compañía crece y aumenta sus ingresos, estos costes crecerán a menos ritmo ya que Spotify será capaz de optimizar muchos de estos procesos y será más eficiente. Por esa razón se observa como decrecen en relación a las ventas a medida que avanzan los años.

Una vez proyectados tanto los costes de ventas como los costes de investigación y desarrollo, marketing y ventas, y generales y administrativos podemos obtener el EBIT. Para asegurarnos de que nuestros cálculos están en línea con la posible situación de Spotify en el futuro, podemos calcular el margen EBIT de la compañía y compararlo con el EBIT registrado en años pasados como se muestra en la figura 8.

b. Ingresos y gastos financieros

Figura 9: Proyección de ingresos y costes financieros de Spotify

Suposiciones financieras	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos financieros	275,0	94,0	246,0	316,4	376,5	440,5	493,4	552,6	618,9
Como % de ingresos (%)	4,1%	1,2%	2,5%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Gastos financieros	(333,0)	(510,0)	(91,0)	(460,2)	(547,6)	(640,7)	(717,6)	(803,7)	(900,2)
Como % de ingresos (%)	(4,9%)	(6,5%)	(0,9%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)
Ingresos/(gastos) financieros netos	(58,0)	(416,0)	155,0	(143,8)	(171,1)	(200,2)	(224,3)	(251,2)	(281,3)
EBT	(131,0)	(709,0)	249,0	(235,9)	(246,4)	(88,1)	125,6	391,8	720,1
Margen (%)	(1,9%)	(9,0%)	2,6%	(2,0%)	(1,8%)	(0,5%)	0,7%	2,0%	3,2%

Fuente: elaboración propia

- Ingresos financieros

Los ingresos financieros de Spotify son ajustes razonables de valor en instrumentos financieros concretos, ingresos generados por la caja de la compañía y ganancias en el tipo de cambio y en inversiones financieras a corto plazo (Spotify, 2021).

También está proyectado como un porcentaje de ventas basado en los 3 años anteriores. Si nos fijamos, Spotify obtuvo 4%, 1% y 3% en 2019, 2020 y 2021 respectivamente. El valor utilizado ha sido 2,75% hasta 2027.

- Gastos financieros

Estos costes son ajustes a valor razonable de instrumentos financieros, intereses y gastos durante la conversión de monedas. (Spotify, 2021).

Se han proyectado utilizando los porcentajes de la compañía en años previos. Hubiese sido más preciso realizar una tabla de amortización de la deuda para obtener el pago de deuda y de intereses en el futuro. Esta parte del modelo ha sido difícil de intentar predecir porque los ingresos y costes financieros de Spotify cambian mucho desde 2019 a 2021.

Por último se ha aplicado una tasa de impuestos de 25% porque la tasa en Luxemburgo, donde Spotify tiene su sede, es de 24,94%.

Después de realizar estas proyecciones obtenemos el beneficio neto de Spotify durante los próximos 6 años como se muestra en la siguiente tabla.

Figura 10: PYG de Spotify proyectado hasta 2027

<i>Figures in €k</i>	<i>2022E</i>	<i>2023E</i>	<i>2024E</i>	<i>2025E</i>	<i>2026E</i>	<i>2027E</i>
Revenue	11.504,9	13.690,9	16.018,3	17.940,5	20.093,4	22.504,6
Cost of revenue	(8.513,6)	(10.131,2)	(11.693,4)	(12.917,2)	(14.266,3)	(15.753,2)
Gross profit	2.991,3	3.559,6	4.324,9	5.023,3	5.827,1	6.751,4
Research and development	(1.093,0)	(1.300,6)	(1.521,7)	(1.704,3)	(1.908,9)	(2.137,9)
Sales and marketing	(1.415,1)	(1.684,0)	(1.970,3)	(2.206,7)	(2.471,5)	(2.768,1)
General and administrative	(575,2)	(650,3)	(720,8)	(762,5)	(803,7)	(843,9)
Operating expenses	(3.083,3)	(3.634,9)	(4.212,8)	(4.673,5)	(5.184,1)	(5.749,9)
EBIT	(92,0)	(75,3)	112,1	349,8	643,0	1.001,5
Finance income	316,4	376,5	440,5	493,4	552,6	618,9
Finance costs	(460,2)	(547,6)	(640,7)	(717,6)	(803,7)	(900,2)
Finance income/(costs) - net	(143,8)	(171,1)	(200,2)	(224,3)	(251,2)	(281,3)
Income/(loss) before tax	(235,9)	(246,4)	(88,1)	125,6	391,8	720,1
Income tax expense/(benefit)	(59,0)	(61,6)	(22,0)	31,4	98,0	180,0
<i>Tax rate</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>
Net income	(176,9)	(184,8)	(66,1)	94,2	293,9	540,1

Fuente: elaboración propia

Obtención de flujos de caja descontados

Uno vez hemos obtenido el P&L de Spotify proyectado hasta 2027, realizando los ajustes necesarios, obtenemos el Flujo de caja libre o “Free Cash Flow to the Firm”.

Para obtener el flujo de caja libre se tiene en cuenta en D&A, Capex y el cambio en el fondo de maniobra o “Change in Net Working Capital”.

En 2022 Spotify prevé un Capex de 24 millones de euros para proyectos adicionales en Nueva York, Boston y Estocolmo entre otros (Spotify, 2021, p.45).

Se asume que la compañía tendrá un CAPEX de 2% respecto a ventas para años futuros. Si Spotify desea crecer en los nuevos mercados donde ha comenzado a operar, deberá mantener un alto nivel para reinvertir en tecnología y en nuevos servicios para ofrecer a sus clientes.

A continuación, he calculado la depreciación de Spotify. En el P&L presentado por Spotify no aparece la depreciación y amortización ya que lo registra dentro de los costes operativos. Para poder estimar el D&A, he utilizado el estado de flujos de efectivo que se presenta en el anexo. El D&A registrado en los últimos años es 1% aproximadamente. Se mantiene ese nivel para realizar las proyecciones de 2022 a 2027.

Una vez realizados estos ajustes obtenemos el flujo de caja libre o FCF. Además, calculamos el valor terminal, utilizando la fórmula presentada en la revisión de la literatura de este trabajo. Descontamos los FCF utilizando el WACC para conocer su valor a tiempo actual. Finalmente, obtenemos el EV de Spotify.

De acuerdo con el reporte anual de 2021, Spotify no pretende pagar un dividendo en caja en los próximos años. Este dato es importante porque muestra como la compañía prefiere reinvertir. Además, es importante destacar que para Spotify, pagar dividendos sería difícil porque la empresa genera un resultado neto negativo.

Cálculo del WACC

Encontramos tres partes importantes para calcular el WACC:

1. Determinar la estructura de capital de Spotify

Spotify solo tiene un 4% de deuda. Debido a su poca rentabilidad, para calcular su WACC, utilizaremos su estructura de capital actual de 96% equity y 4% de deuda.

2. Calcular el coste de fondos propios, k_e

He utilizado el modelo CAPM. Para ello, se necesita el risk free rate, el retorno del mercado y beta de Spotify.

Como risk free rate se ha utilizado el bono a 10 años de Estados Unidos. Es cierto que su sede se encuentra en Luxemburgo, pero uno de los mercados principales de Spotify es Estados Unidos. En rendimiento registrado es de 2,38%. Consideramos que el tesoro norteamericano está libre de default y por esa razón lo usamos para el cálculo.

Spotify es una compañía cotizada, por lo tanto, podemos obtener su Beta directamente de Bloomberg. La beta obtenida por Bloomberg es 1,41. Esto nos informa que una variación en el mercado nos generara un cambio mayor en Spotify (Damodaran, 2012). En caso de que la compañía no hubiese sido cotizada tendríamos que haber utilizado la beta de compañías comparables.

Por último, necesitamos el “Expected return of the market”. Este dato es 9,75% y se ha obtenido de Bloomberg. Finalmente obtenemos el k_e de 12,77%

Para el coste de deuda de Spotify he utilizado Bloomberg y he obtenido un valor de 1,60%

Como tasa de impuestos he utilizado 25% para ser consistente ya que también lo he utilizado para proyectar el P&L de Spotify.

Con el ke y kd, y la estructura de capital de Spotify determinada al principio de este apartado, obtenemos el WACC de 12,04%. Obtenemos un valor de 1.281.800 euros para Spotify.

Figura 11: Calculo del EV descontando flujos de caja libre de Spotify

<i>Figures in €k</i>	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	11.504,9	13.690,9	16.018,3	17.940,5	20.093,4	22.504,6
YoY growth (%)	n.a.	19,0%	17,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Cost of revenue	(8.513,6)	(10.131,2)	(11.693,4)	(12.917,2)	(14.266,3)	(15.753,2)
Gross profit	2.991,3	3.559,6	4.324,9	5.023,3	5.827,1	6.751,4
YoY growth (%)	n.a.	19,0%	15,4%	10,5%	10,4%	10,4%
Operating expenses	(3.083,3)	(3.634,9)	(4.212,8)	(4.673,5)	(5.184,1)	(5.749,9)
EBIT	(92,0)	(75,3)	112,1	349,8	643,0	1.001,5
As % of revenue (%)	(0,8%)	(0,6%)	0,7%	2,0%	3,2%	4,5%
Taxes on EBIT	23,0	18,8	(28,0)	(87,5)	(160,7)	(250,4)
NOPAT	(69,0)	(56,5)	84,1	262,4	482,2	751,1
As % of revenue (%)	(0,6%)	(0,4%)	0,5%	1,5%	2,4%	3,3%
(+) D&A	138,1	164,3	192,2	215,3	241,1	270,1
(-)Capex	(24,0)	(20,5)	(24,0)	(26,9)	(30,1)	(33,8)
(-)NWC	(879,1)	(502,8)	(535,3)	(442,1)	(495,2)	(554,6)
FCF	(834,1)	(415,5)	(283,0)	8,6	198,1	432,8
TV						4.395,9
Discount factor	1	2	3	4	5	6
DCF	(744,5)	(331,0)	(201,2)	5,5	112,2	2.440,8
EV	1.281,8					

Fuente: elaboración propia

6.2 Múltiplos comparables

He calculado diferentes múltiplos de diferentes empresas comparables para más tarde aplicarlo a Spotify. Uno de los pasos más difíciles ha sido determinar cuáles son las empresas cotizadas directamente comparables con Spotify. Muchos de sus competidores directos que se mencionan en la descripción de Spotify al principio de este trabajo, son filiales de un conglomerado más grande o no son cotizadas. Por lo tanto, no se pueden utilizar para obtener el WACC.

Un ejemplo es YouTube, una plataforma donde los usuarios pueden reproducir todo tipo de videos, subir contenido creado por ellos y escuchar música. YouTube forma parte de Alphabet.

He decidido no incluir esta empresa como comparable porque Alphabet es prácticamente Google, el mayor motor de búsqueda de internet.

Como compañías comparables he seleccionado: Netflix, Apple, Amazon, Walt Disney, Paramount global class B, Warner Bros Discovery Inc. A continuación, justifico la decisión de porque he elegido algunas de estas compañías.

He elegido Netflix porque es la mayor plataforma de streaming del mundo y la totalidad de sus ingresos están basados en el negocio de suscripción. Aunque no ofrece servicios de música ni podcast, esta compañía tiene un modelo de negocio similar al de Spotify ya que pagando una suscripción mensual el usuario tiene acceso a contenido ilimitado.

También he seleccionado Apple porque está centrándose cada vez más en negocios que se basan en servicios de suscripción. La compañía ve como sus negocios de crecimiento con los que empezó como el iPhone o iPad tiene menos proyecciones de crecimiento. Por esa razón, está intentando monetizar el ecosistema ya creado con nuevos servicios. Algunos ejemplos son Apple Music, competidor directo de Spotify, o Apple TV (Lango, 2018).

Por último, he seleccionado Walt Disney, Paramount global Class B, Warner Bros Discovery Inc porque son empresas con un repositorio de media que también gestionan royalties. Su modelo de negocio es similar al de Spotify.

Figura 12: múltiplos de empresas comparables

	EV (M)	Revenue 2022E	EBITDA 2022E	EV/Revenue FY1	EV/EBITDA FY1
Netflix	99.010,0	32.446,8	7.099,1	3,1	13,6
Apple	2.340.000,0	394.122,6	170.406,8	5,9	17,3
Amazon	1.290.000,0	525.911,7	71.184,4	2,5	18,1
Walt Disney	256.640,0	84.296,6	14.972,2	3,0	17,1
Paramount global class B	35.590,0	30.498,6	3.722,9	1,2	9,6
Warner Bros Discovery Inc	56.610,0	48.586,3	10.785,4	1,2	5,3
Promedio				2,8	13,5

Fuente: elaboración propia con datos procedentes de Bloomberg

1. EV/Revenue

Se ha elegido este múltiplo porque en ocasiones las empresas tecnológicas operan con pérdidas hasta que llegan a un tamaño determinado. El beneficio neto suele ser negativo y algunas veces también el EBITDA. Este es el caso de Spotify.

Para obtener el EV, he usado la capitalización bursátil a día 1 de junio de 2022. De esta manera se reflejan todos los hechos que hayan afectado a la compañía y a su precio en el mercado.

Como ventas, he utilizado las ventas esperadas en 2022; dato obtenido directamente de Bloomberg. Una vez construidos los múltiplos, he calculado la media y aplicado ese valor contra Spotify. Como ventas de 2022, he usado una estimación propia, haciendo crecer las ventas de 2021 a una tasa de 19%.

He obtenido un valor de 32.248.580€. Es importante recordar que este múltiplo excluye los márgenes de Spotify y el gasto en D&A. El gasto en D&A está relacionado con la inversión en Capex que hace la compañía. Por esa razón, el valor obtenido es tan alto.

El segundo múltiplo utilizado para obtener el EV es EV/EBITDA. Para ello se ha realizado el mismo proceso explicado anteriormente.

Para conseguir el EBITDA 2022E de Spotify, he seleccionado el EBIT proyectado y sumado el D&A proyectado de Spotify. Al obtener el EV de 620.350€ podemos comparar los ambos resultados.

Observamos como el EV obtenido a través de Ventas, es mucho mayor al obtenido con EBITDA; esto se debe a que Spotify es una empresa con rentabilidad muy baja en comparación con su nivel de ventas. Su nivel de ventas es relativamente alto y su EBITDA es bajo. Además, se ha utilizado el EBITDA 2022, que es bajo. A medida que avancen los años, el valor aumentará y por lo tanto el múltiplo será mayor.

En un principio sabía que debido a la naturaleza de Spotify la diferencia entre estas métricas sería considerable, aunque non tan grande como los valores que se han obtenido.

Creo que también sería interesante realizar este cálculo con EBIT ya que la depreciación y la amortización muestran lo que la compañía gasta en capital para conservar el nivel de ventas o para hacer crecer su negocio. Aunque para Spotify este valor sería negativo.

7. ANÁLISIS NUEVAS MÉTRICAS

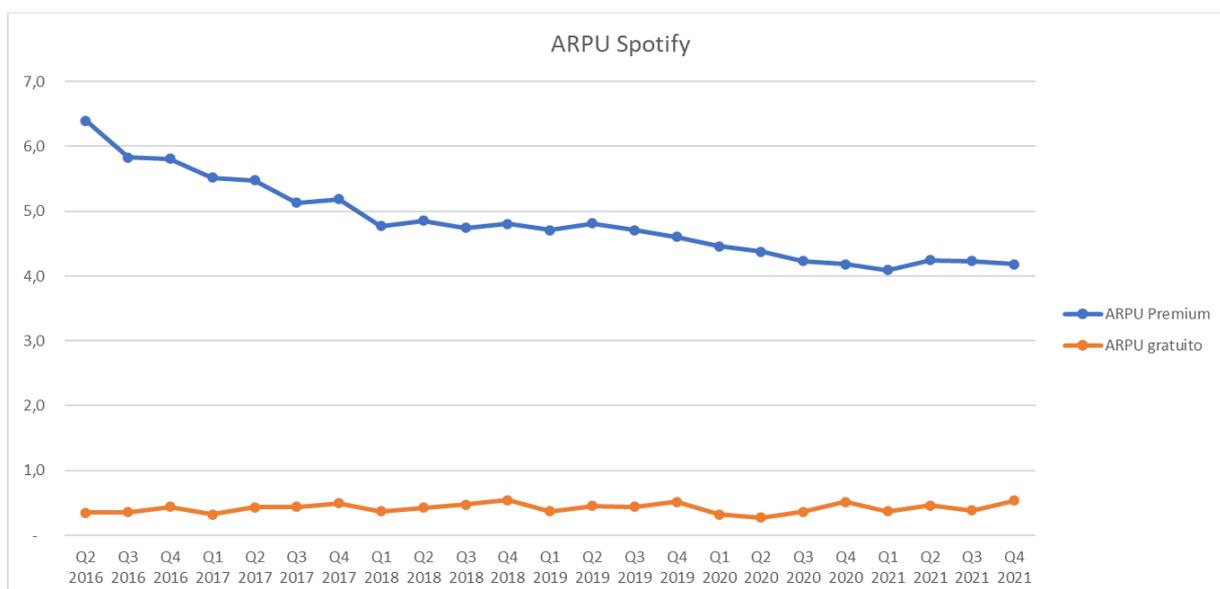
Para poder valorar Spotify, debemos considerar otras métricas que no se tienen en cuenta en los métodos tradicionales de valoración. Muchas de estas métricas determinarán el crecimiento y rentabilidad de la compañía en el futuro.

En este apartado se analiza el ARPU, CAC y LTV de Spotify para poder realizar una valoración más completa. Entre otras fuentes de información, se ha utilizado Bloomberg Intelligence, BI. BI proporciona una investigación sobre los elementos clave de una empresa y un análisis de su situación actual.

Una de las métricas más importantes es el ARPU porque contribuye de manera directa a las ventas totales de Spotify. Mide la contribución por usuario y nos ayuda a determinar el crecimiento futuro de la compañía.

A la hora de analizar el ARPU, podemos dividirlo en usuarios premium y usuarios de uso gratuito ya que hay grandes diferencias en cuanto a los ingresos que generan para Spotify cada uno de estos grupos. Observamos en la gráfica 13 como el ARPU de los suscriptores premium decrece desde 2016. Eso es una señal negativa para Spotify porque la aportación a los ingresos totales que realiza cada usuario es menor; necesitan más usuarios para generar un determinado nivel de ventas.

Figura 13: Gráfico de ARPU de usuarios premium y servicio gratuito



Fuente: Elaboración propia a partir de informe de BI

Por otro lado, el ARPU de los consumidores de uso gratuito aumenta ligeramente desde 2016. Este dato es positivo, aunque Spotify no genera un gran porcentaje de ingresos a través de este grupo. Por esa razón, nos centraremos en evaluar el de los clientes premium.

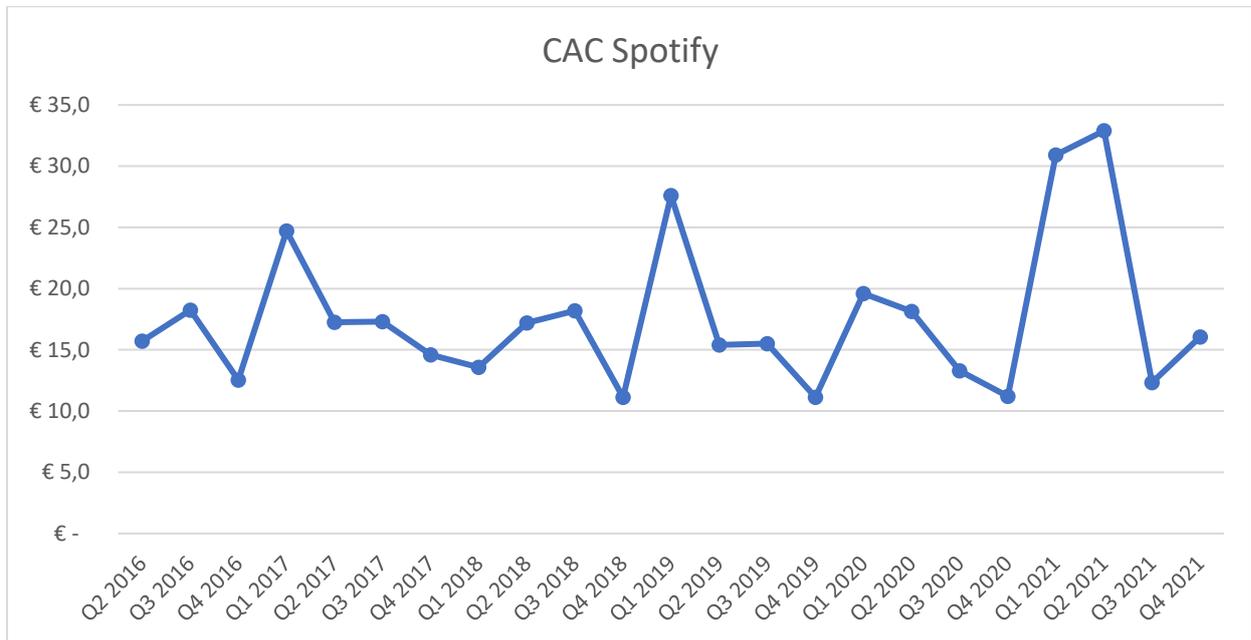
El ARPU premium se Spotify decrece a diferencia de sus ventas anuales. Las ventas totales y el número de suscriptores de la compañía aumentan año tras año. Los ingresos por suscripción totales están aumentando, pero la contribución de cada usuario es menor.

Desde mi punto de vista, Spotify está centrado en conseguir un aumento en el número de usuarios, aunque estos usuarios contribuyan menos de manera individual. Spotify sabe que un aumento en precio aumentaría de manera directa el ARPU de Spotify, pero podría generar un cambio a competidores. Por esa razón, una estrategia de incremento se tendría que hacer más adelante en el tiempo y de manera transparente. Para Spotify sería interesante calcular el ARPU para cada una de las diferentes ofertas de premium que ofrece. De esta manera sabría lo que genera cada uno de los diferentes grupos.

Un objetivo de Spotify es aumentar la tasa de conversión de servicio gratuito a servicio premium. Esta será una de las claves para el futuro crecimiento de la compañía ya que permitirá a la compañía aumentar la eficiencia de sus gastos de marketing y ventas. (BI; 2022).

El incremento en el número de usuarios y la sostenibilidad de ese crecimiento está determinado por el CAC. Como se describe en la parte teórica de este trabajo, el CAC se calcula dividiendo los Gastos de ventas y marketing entre Captación bruta de clientes.

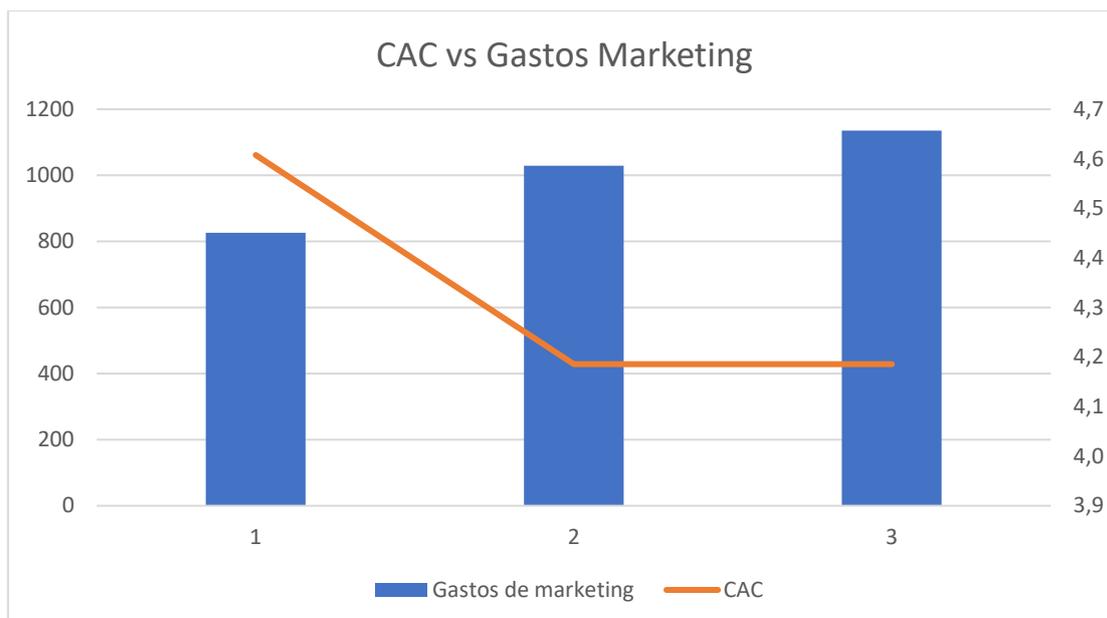
Figura 14: Gráfico de CAC de Spotify



Fuente: Elaboración propia a partir de informe de BI

El CAC fluctúa mucho dependiendo del periodo; en el gráfico no vemos una tendencia clara. Durante algunos periodos el coste de adquisición de clientes aumenta mucho, llegando a 32,9€ por consumidor en el segundo trimestre de 2021. Por lo tanto, Spotify no podría permitirse perder usuarios debido a una estrategia de aumento de precios. Esto se trasladaría en una reducción de los márgenes y reducción de la eficiencia de los gastos en marketing y ventas. Estos gastos se deben también a intentar convertir usuarios del servicio premium al servicio gratuito.

Figura 15: Gráfico de CAC contra los gastos en marketing de Spotify



Fuente: Elaboración propia a partir de informe de BI

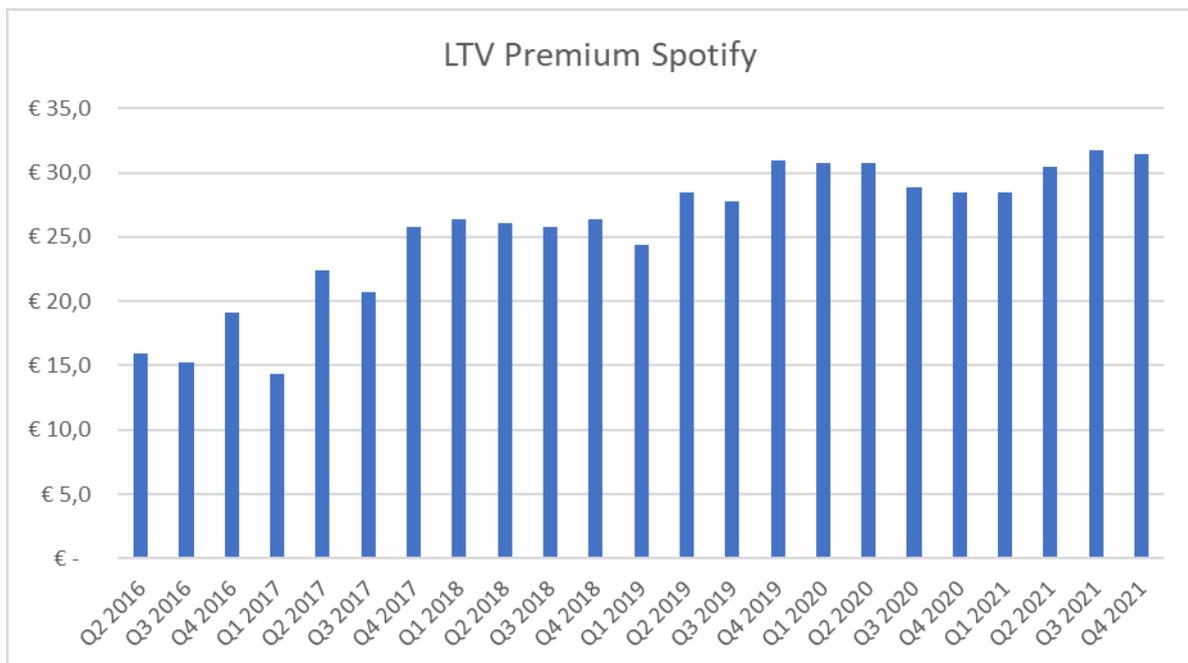
Al comparar los costes de marketing con el CAC durante los últimos 3 años vemos como en 2020, los costes de marketing aumentaron, pero el CAC se redujo. Esto es algo positivo ya que muestra como Spotify fue capaz de aumentar la captación bruta de clientes de mayor manera que aumentaron los costes de marketing.

Una de las claves de las plataformas es generar una masa crítica de usuarios. Es cierto que esta métrica no se traduce directamente en flujo de caja para la compañía. Lo importante es la capacidad de la compañía de monetizar ese crecimiento de manera rentable (Parker, Van Alstyne & Choudary, 2017).

Si analizamos el CAC durante los últimos 3 años y la reducción de ARPU desde 2016, podemos establecer la posible estrategia de Spotify. La estrategia principal de Spotify podría ser crecer aumentando su base de clientes. Esto va también en concordancia con su estrategia de penetración en nuevos mercados para aumentar cantidad de usuarios. Desde mi punto de vista, Spotify busca consolidarse a través de un crecimiento en el número de usuarios, aunque la aportación por usuario sea menor. Más tarde buscará aumentar sus márgenes intentando mejorar el ARPU.

Por último, podemos analizar el LTV de los usuarios premium de Spotify. Se observa en el gráfico 16 que la ganancia que Spotify obtiene de este grupo de usuarios incrementa con el tiempo. Esto es algo positivo ya que muestra que el churn se reduce; el usuario se queda más tiempo en la empresa y por lo tanto reporta más beneficios a Spotify.

Figura 16: Gráfico del LTV de usuarios premium de Spotify



Fuente: Elaboración propia a partir de informe de BI

Muchas de las métricas evaluadas y sus mejoras están determinadas por las reglas que Apple establece en sus plataformas de descarga. Existe una dependencia de Apple, que además es uno de los principales competidores de Spotify a través de Apple Music. La capacidad de Spotify de crecer se verá afectada por las reglas de Apple y otras plataformas. (BI, 2022).

De esta parte del análisis se puede obtener diferentes conclusiones.

Spotify prioriza el crecimiento a través de la obtención de nuevos usuarios. Esto se refleja en el análisis del CAC y ARPU. Sobre todo, vemos como el ARPU en usuarios premium decrece desde 2016. Desde mi punto de vista, aumentar precio para aumentar ARPU podría causar que usuarios se cambiasen a competidores.

Una obtenida el nivel de usuarios determinado por Spotify podríamos presenciar un incremento en precios para mejorar la aportación que realiza cada usuario a los ingresos totales buscando aumentar el ratio de conversión de servicio gratuito a premium.

Por último, la mejora de las métricas previamente presentadas y el crecimiento de Spotify estará determinado por las reglas que establezca Apple en su plataforma de aplicaciones.

8. CONCLUSIÓN

El modelo de suscripción está revolucionando los mercados en todos los sectores. Las empresas que se basan en este modelo crecen a un ritmo superior al resto.

En la actualidad los consumidores ya no buscan ser dueños de un producto, sino satisfacer sus necesidades en cada momento. Las empresas intentan convertir a sus clientes en suscriptores ideando nuevas formas de fidelización.

El modelo de suscripción afecta de manera directa al área financiera y a las métricas para su valoración. Los ingresos recurrentes permiten generar modelos de ingresos futuros.

Las métricas, fundamentadas en los estándares GAAP no ofrecen información completa para la valoración de empresas de suscripción y sus métricas han de ser completadas por nuevas métricas que proporcionan información basadas en el cliente CBCV (*Customer-Based company valuation*).

Pese a que esta forma de valoración proporciona una información más completa para analistas, ejecutivos e inversores, hay que tener en cuenta que es difícil tener acceso a los datos necesarios, por las estrictas normativas de protección de datos y porque se trata de información muy sensible que las empresas son reacias a compartir.

La empresa elegida para llevar a cabo el análisis es Spotify porque fundamenta su negocio desde sus orígenes en el modelo de suscripción y porque he conseguido acceder a las métricas basadas en el cliente CBCV a través de Bloomberg Intelligence.

Después de analizar los estados financieros entre 2019 y 2021 aplicando las métricas tradicionales de valoración llegué a las siguientes conclusiones.

Spotify todavía se encuentra en una fase de crecimiento cercano a la consolidación; en 2021 por fin se obtiene un EBIT positivo. Han transcurrido dieciséis años desde su fundación y actualmente los objetivos de la empresa pasan por hacer crecer su número de MAUs en nuevos mercados. El crecimiento futuro y la rentabilidad de Spotify también dependerán de la capacidad de la empresa de ofrecer cada vez más podcasts que generan un menor pago de royalties. La mejora de la eficiencia se muestra en el aumento del margen bruto de la compañía durante los últimos 8 años. En 2021 se sitúa en torno al 25%, mientras que en 2014 fue del 16%.

Al realizar la valoración intrínseca (DCF) y la valoración relativa (múltiplos de comparables) se han obtenido resultados muy diferenciados, siendo mayor la valoración relativa con el múltiplo EV/Ingresos. Esto es así porque este múltiplo considera las expectativas del mercado sobre Spotify al partir de la capitalización bursátil. En general hay un consenso entre los inversores de que la compañía será capaz de llegar a este punto y por lo tanto la valoración de la empresa es alta. Además, este múltiplo ha obtenido un resultado mayor que EV/EBITDA porque Spotify todavía tiene márgenes reducidos y altos costes operativos. Uno de los retos de esta compañía será transformar ese crecimiento y número de suscriptores en mayor beneficio neto y flujo de caja.

Sin embargo, la información proporcionada por estas métricas no tiene en cuenta información relevante para el modelo suscripción, como el ingreso promedio por usuario, el coste de adquisición de un nuevo usuario o la ganancia futura que se espera obtener de un cliente a lo largo de sus relaciones con la plataforma.

Es por ello por lo que para el análisis de la compañía se han tenido en cuenta en un segundo momento las métricas siguientes: a) El ARPU, b) el CAC y c) el LTV.

Tras analizar la información que proporciona el uso de estas métricas, se concluye que la estrategia de Spotify ha de centrarse en el largo plazo. La empresa ha de buscar aumentar la base de usuarios en lugar de aumentar la contribución por cliente a través de precios más altos. Además, se observa una tendencia positiva en cuanto al LTV, esto es, Spotify es capaz de monetizar durante más tiempo al usuario y esto puede causar una mejora en márgenes en el futuro. Por otro lado, Spotify está consiguiendo reducir el Churn y por tanto fidelizar a sus clientes en el medio plazo, uno de los principales objetivos de los modelos de suscripción.

Aunque no tenga grandes márgenes, Spotify se encuentra en una posición positiva. Del análisis de sus estados financieros se concluye que ha sido capaz de mejorar los márgenes en los últimos ocho años. La empresa está en disposición de crecer, en primer lugar, por la captación de nuevos clientes en nuevos mercados y en segundo lugar por su apuesta por la producción de podcasts para reducir el pago de royalties. Se concluye que su estrategia debe seguir siendo incrementar los ingresos a través de la captación de nuevos clientes, porque el incremento de ingresos derivado del incremento de los precios podría empujar a los clientes a salir de la plataforma para unirse a competidores.

9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adgate, B. (2021, February). As Podcasts Continue To Grow In Popularity, Ad Dollars Follow. Forbes. Retrieved April 2022, from <https://www.forbes.com/sites/bradadgate/2021/02/11/podcasting-has-become-a-big-business/?sh=11ae809f2cfb>.

An introduction to subscription finance. Zuora. (n.d.). Retrieved January 25, 2022, from <https://www.zuora.com/guides/subscription-finance-basics/>

Bargueño, por M. Á. (2022, February 15). *Músicos que se van de spotify: ¿Quién Pierde Más?* Forbes España. Retrieved May 24, 2022, from <https://forbes.es/lifestyle/137843/musicos-que-se-van-de-spotify-quien-pierde-mas/>

Baxter, R. (2020). *The forever transaction: How to build a subscription model so compelling, your customers will never want to leave*. McGraw-Hill.

Bloomberg Intelligence. (2022) *Spotify Technology Research*, Retrieved June 23 2022
Bloomberg

Chacko, G., & Evans, C. L. (2014). *Valuation: Methods and models in Applied Corporate Finance*. FT Press.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley.

Faidutti, B. (n.d.). *11 interesting recent statistics on the subscription business model*. Subscription Management & Recurring Billing Blog. Retrieved November 5, 2021, from <https://blog.fusebill.com/interesting-recent-statistics-on-the-subscription-business-model>.

Farley, R. (2019, March 14). ARPU: How to calculate and interpret average revenue per user. HubSpot Blog. Retrieved May 30, 2022, from <https://blog.hubspot.com/service/arp>

Fernández, Pablo. (2008). Método de Valoración de Empresas IEEM: Revista de Antiguos Alumnos

Fernandez, Pablo. (2015). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories* EFMA 2002 London Meetings

Financial implications of the subscription economy. Keylight. (n.d.). Retrieved November 3, 2021, from <https://blog.keylight.com/page/2>.

Gale, M. (2020, June 1). *Are we at the Subscription Economy Tipping Point? with Tien Tzuo.* Forbes. Retrieved November 4, 2021, from <https://www.forbes.com/sites/forbesinsights/2020/06/02/are-we-at-the-subscription-economy-tipping-point--with-tien-tzuo/?sh=36573f6d2cf0>.

Lango, L. (2018, July). 15 subscription service stocks with massive growth potential. Yahoo! Finance. Retrieved May 1, 2022, from <https://finance.yahoo.com/news/15-subscription-stocks-massive-growth-185215817.html>

Lovejoy, B. (2021, July 28). *Spotify profitability not a priority, says company, announcing mixed results.* 9to5Mac. Retrieved February 14, 2022, from <https://9to5mac.com/2021/07/28/spotify-profitability-not-a-priority/>

Lozic, J. (2020, November). *Comparison of business models of the streaming platforms ...* Retrieved January 15, 2022, from https://www.researchgate.net/profile/Josko-Lozic/publication/345176249_Comparison_of_business_models_of_the_streaming_platforms_Spotify_and_Netflix/links/5fa01483299bf1b53e59f36a/Comparison-of-business-models-of-the-streaming-platforms-Spotify-and-Netflix.pdf

McCarthy, D., & Fader, P. (2021, June 2). How to value a company by analyzing its customers. Harvard Business Review. Retrieved May 25, 2022, from <https://hbr.org/2020/01/how-to-value-a-company-by-analyzing-its-customers#:~:text=Customer-based%20company%20valuation%2C%20or%20CBCV%2C%20is%20a%20method,is%20simple.%20Most%20financial-valuation%20methods%20require%20quarterly%20financial>

McKinsey & Company Inc, Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels 2020, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, vol Seventh edition, [Wiley Finance], Wiley, Hoboken, New Jersey, viewed 26 April 2022,

- Parker, G., Alstyne, M. V., & Choudary, S. P. (2017). *Platform revolution: How networked markets are transforming the economy - and how to Make them work for you*. W.W. Norton.
- Pilcher, R. (2020, January 4). How to increase the average revenue per user (ARPU) in SAAS. Lighter Capital. Retrieved March 20, 2022, from <https://www.lightercapital.com/blog/how-to-increase-average-revenue-per-user-arpu-saas/>
- Recurly (2021). *Scalable financial models for subscription businesses*. Recurly, Inc. (n.d.). Retrieved November 4, 2021, from <https://recurly.com/content/how-subscription-businesses-implement-financial-operations-that-scale/>.
- Reis, B., & Martins, D. (2021, November 16). Spotify: Finally profitable in 2022, but here is the catch. MavenFlix - TheStreet Streaming. Retrieved February 22, 2022, from <https://www.thestreet.com/streaming/spot/spotify-finally-profitable-in-2022-but-here-is-the-catch>
- Rosenbaum, J. (2013). *Investment banking: Valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions*. Wiley & Sons Canada, Limited, John.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (2021). *Corporate finance: Core principles and applications*. McGraw-Hill Education.
- Salzman, A. (2021, October 27). *Spotify has finally found a profitable tune*. Barron's. Retrieved February 24, 2022, from <https://www.barrons.com/articles/spotify-has-finally-found-a-profitable-tune-51635346820#:~:text=On%20a%20per%2Dshare%20basis,company%20can't%20really%20control.>
- Sherman, A. (2022, May 29). *The first act of the Streaming Wars Saga is over - netflix's fall from Grace has ushered in the pivotal second act*. CNBC. Retrieved June 2, 2022, from <https://www.cnn.com/2022/05/29/netflix-and-rivals-enter-pivotal-second-act-of-streaming-wars-saga.html>
- Spotify. (2021) *Informe Annual 2021* <https://investors.spotify.com/home/default.aspx>

Subscription Business Model Metrics Guide: Recurly. Recurly, Inc. (n.d.). Retrieved November 2, 2021, from <https://recurly.com/content/key-metrics-for-subscription-commerce/>.

Tzuo, T., & Weisert, G. (2019). *Subscribed: Why the subscription model will be your company's future - and what to do about it.* Penguin Business.