



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**

**Escuela de  
Postgrado**

**“VALORIZACIÓN DE SPOTIFY TECHNOLOGY S.A.”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas**

**Presentado por  
Sr. German Junior Alexander Ruiz Orderique**

**Asesor: Jorge E. Lladó Márquez**

**[0000-0003-0676-2666](tel:0000-0003-0676-2666)**

**Lima, diciembre 2023**

---

## REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

A través del presente JORGE EDUARDO LLADO MARQUEZ deja constancia que el trabajo de investigación titulado “VALORIZACIÓN DE SPOTIFY TECHNOLOGY S.A.” presentado por Don Germán Javier Alexander Ruiz ~~Orderique~~, para optar el Grado de Magister en Finanzas fue sometido al análisis del sistema ~~antiplagio Turnitin~~ del programa Blackboard el 14 de diciembre del 2023 dando el siguiente resultado:



“VALORIZACIÓN DE SPOTIFY TECHNOLOGY S.A.”

Trabajo de Investigación  
presentado para optar al Grado Académico de  
Magister en Finanzas

Presentado por  
Sr. Germán Javier Alexander Ruiz ~~Orderique~~

Autor: Jorge E. Llado Márquez  
Código ORCID

Lima, diciembre 2023

---

Spotify V7 Terminado.docx

ORIGINALITY REPORT



## RESUMEN EJECUTIVO

Spotify es una compañía multinacional que se desempeña en la industria del *streaming* de la música digital y ofrece a sus diversos usuarios (clientes) el servicio de suscripción de transmisión de audio y lo hace valiéndose de una plataforma digital, permitiéndole a sus diversos usuarios el acceder a una gran base de datos de canciones para que puedan ser reproducidas y descargadas. Actualmente está presente en más de 184 países y el mecanismo de monetización de sus ingresos es por suscripciones y publicidad.

El presente trabajo de investigación muestra el valor fundamental de la acción de Spotify a partir de supuestos económicos, así como de performance, utilizando el método de flujos de caja descontados. También es oportuno mencionar que el método de dividendos no es apropiado aplicarlo debido a que la empresa no ha pagado dividendos a la fecha y aún no tiene una política definida al respecto debido a que aún se encuentra en etapa de crecimiento.

Dentro de las principales fortalezas con las que cuenta la empresa al ser un disruptor en la Industria del *streaming* musical es que se podrá apalancar en su cartera tecnológica aprovechando oportunidades para poder expandirse en nuevos segmentos de negocio así como centrarse en su penetración a nuevos mercados emergentes, todo esto con la finalidad de aprovechar nuevas verticales de contenidos como por ejemplo; el *Podcasting*, Audio Libros, etc dado que están constantemente innovando en sus modelo de negocio, ya que su objetivo de largo plazo es convertirse en la Super App que quiere decir una super aplicación de audio y ya no solo de música. Finalmente, en cuanto a lo mencionado por analistas a cierre de diciembre del 2022, la recomendación es Comprar ya que el valor estipulado es mayor al valor cotizado.

## **Tabla de contenido**

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>iii</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS.....</b>	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS.....</b>	<b>vii</b>
<b>ÍNDICE DE ANEXOS.....</b>	<b>xii</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 Reseña Histórica de la Empresa .....</b>	<b>2</b>
<b>1.2 Modelo de Negocio .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 Unidades de Negocio .....</b>	<b>4</b>
<b>1.3.1 Estructura Organizacional Spotify .....</b>	<b>5</b>
<b>1.4 Distribución geográfica de Operaciones .....</b>	<b>6</b>
<b>1.5 Tipos de Clientes.....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO II. ANALISIS DEL MACROENTORNO Y DE LA INDUSTRIA.....</b>	<b>17</b>
<b>2.1. Ambiente del Exterior .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.1. Economía mundial .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.2. Mercado Mundial.....</b>	<b>18</b>
<b>2.2. Mercado Regional .....</b>	<b>20</b>
<b>2.3. Análisis PESTEL.....</b>	<b>22</b>
<b>2.4. Participantes del Mercado .....</b>	<b>22</b>
<b>2.5 Análisis Estructural de la Industria Porter .....</b>	<b>25</b>
<b>CAPÍTULO III. ANALISIS FINANCIERO .....</b>	<b>28</b>
<b>3.1. Análisis Vertical y Horizontal de los Estados Financieros.....</b>	<b>28</b>

3.2. Evolución y composición de los ingresos.....	37
3.3. Evolución y composición del Costo de Ventas.....	40
3.4. Evolución y Composición del GOODWILL .....	41
3.5. Evolución y Composición de la Deuda Financiera .....	43
3.6. Política de dividendos .....	44
3.7. Análisis de Ratios Financieros .....	44
3.7.6. Finanzas operativas o de corto plazo (NOF versus Fondo de Maniobra) ...	52
3.7.7. Diagnóstico financiero de la Empresa.....	53
<b>CAPÍTULO IV. ANALISIS DE RIESGOS.....</b>	<b>53</b>
4.1. Riesgos Financieros.....	53
4.2. Riesgos No financieros.....	55
4.3. Matriz de Riesgos.....	57
<b>CAPÍTULO V. POSICIÓN COMPETITIVA DE LA EMPRESA.....</b>	<b>58</b>
<b>CAPÍTULO VI. VALORIZACIÓN        67</b>	
6.1 Método del Flujo de Caja Descontado (FCD) .....	67
6.1.1. Justificación del Método.....	67
6.1.2. Estimación del CAPM y WACC.....	67
6.1.4. Estimación del FCFF .....	74
6.2. Análisis de Resultados .....	75
6.3. Análisis de Sensibilidad .....	76
6.4. Simulación Montecarlo.....	76
6.5. Múltiplos de Empresas Comparables .....	77
6.6. Análisis de Transacciones Comparables.....	78
6.6.1. Opinión de los Analistas .....	78
6.6.2. Recomendación de inversión.....	79

<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>80</b>
<b>RECOMENDACIONES .....</b>	<b>81</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>82</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>85</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1. Esquema del Modelo de Negocio de Spotify .....</b>	<b>3</b>
<b>Figura 2. Verticales y Modelos de Ingresos de Spotify .....</b>	<b>5</b>
<b>Figura 3. Estructura Organizativa N de Spotify .....</b>	<b>6</b>
<b>Figura 4. Participación Global de Usuarios Activos Mensuales Spotify al 2022 .....</b>	<b>7</b>
<b>Figura 5. Categorías de Suscripción.....</b>	<b>9</b>
<b>Figura 6. Volumen transado de Spotify, en miles de acciones .....</b>	<b>13</b>
<b>Figura 7. Precios históricos de Spotify Technology SA (SPOT) en euros.....</b>	<b>14</b>
<b>Figura 8. Variación anual en cotización de Spotify Technology SA (SPOT) contra variación anual de Índice NYSE desde fecha de IPO .....</b>	<b>15</b>
<b>Figura 9. Cotización de Spotify Technology SA (SPOT) Vs. Comparables .....</b>	<b>15</b>
<b>Figura 10. Crecimiento Mundial (%).....</b>	<b>18</b>
<b>Figura 11. Inflación mundial (%).....</b>	<b>18</b>
<b>Figura 12. Evolución Ingresos música digital vía Streaming a nivel Mundial 2010-2022 .....</b>	<b>19</b>
<b>Figura 13 Pronóstico del (ARPU) de música digital por segmento en el mundo de 2019 a 2027 (en USD).....</b>	<b>20</b>
<b>Figura 14. Cuota de Mercado de plataformas Música Digital nivel Mundial 2022.....</b>	<b>22</b>
<b>Figura 15. Selección de Comparables (Visión Holística de la Industria del Streaming).23</b>	
<b>Figura 16. Ciclo de Vida de la Industria del Streaming Musical .....</b>	<b>26</b>
<b>Figura 17. Análisis de las cinco Fuerzas de Porter .....</b>	<b>26</b>
<b>Figura 18. Análisis 5 Fuerzas de Porter Nivel de Atracción para la Industria.....</b>	<b>28</b>

<b>Figura 19. Evolución de la Estructura de Activos .....</b>	<b>30</b>
<b>Figura 20. Evolución de la Estructura de Fondeo .....</b>	<b>31</b>
<b>Figura 21. Composición de Ingresos .....</b>	<b>38</b>
<b>Figura 22. Evolución Ingresos por Tipo de usuarios .....</b>	<b>39</b>
<b>Figura 23. Ventas en millones de euros.....</b>	<b>40</b>
<b>Figura 24. Margen Bruto por Negocios .....</b>	<b>41</b>
<b>Figura 25. Goodwill, en millones de euros .....</b>	<b>43</b>
<b>Figura 26. Deuda (Notas y Pasivos por Leasing) .....</b>	<b>44</b>
<b>Figura 27. Liquidez Corriente .....</b>	<b>45</b>
<b>Figura 28. Cash Ratio .....</b>	<b>46</b>
<b>Figura 29. Periodo medio de cobro .....</b>	<b>46</b>
<b>Figura 30. Periodo medio de Pago.....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 31. Ciclo de conversión de Efectivo.....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 32. Apalancamiento Financiero (Pasivo/Activo).....</b>	<b>48</b>
<b>Figura 33. Endeudamiento Total (Pasivo/Patrimonio).....</b>	<b>48</b>
<b>Figura 34. Margen Bruto .....</b>	<b>49</b>
<b>Figura 35. Margen EBITDA .....</b>	<b>50</b>
<b>Figura 36. Margen Neto .....</b>	<b>50</b>
<b>Figura 37. ROE .....</b>	<b>51</b>
<b>Figura 38. ROA .....</b>	<b>52</b>
<b>Figura 39. Ciclo de Vida de Spotify.....</b>	<b>59</b>
<b>Figura 40. Matriz BCG para Spotify .....</b>	<b>60</b>

<b>Figura 41. Matriz PEYEA para Spotify .....</b>	<b>65</b>
<b>Figura 42. Proyección de usuarios.....</b>	<b>75</b>
<b>Figura 43. Proyección de márgenes.....</b>	<b>75</b>
<b>Figura 44. Impacto de las variables en la simulación .....</b>	<b>76</b>
<b>Figura 45. Distribuciones de variable - Montecarlo .....</b>	<b>77</b>
<b>Figura 46. Resultados de Valorización.....</b>	<b>79</b>

## INDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1. Planes de los servicios que obtienen los suscriptores PREMIUM.....</b>	<b>8</b>
<b>Tabla 2. Análisis CANVAS de Spotify .....</b>	<b>10</b>
<b>Tabla 3. Composición del Accionariado (%).....</b>	<b>11</b>
<b>Tabla 4. Subsidiarias .....</b>	<b>11</b>
<b>Tabla 5. Gobierno Corporativo al 31 de diciembre de 2022 .....</b>	<b>16</b>
<b>Tabla 6. Informes de Ingresos de Música Digital Por Países .....</b>	<b>20</b>
<b>Tabla 7: Análisis del Macroentorno con PESTEL.....</b>	<b>23</b>
<b>Tabla 8. Comparación por plataforma de servicios de transmisión de música en 2021</b>	<b>24</b>
<b>Tabla 9. Resumen de las cinco fuerzas de Porter .....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 10. Amenaza de entrada de nuevos competidores .....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 11. Poder de negociación de clientes.....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 12. Amenaza de productos sustitutos .....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 13. Poder de negociación de Proveedores .....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 14. Rivalidad entre competidores .....</b>	<b>28</b>
<b>Tabla 15. Análisis Vertical Estado de Resultados.....</b>	<b>32</b>
<b>Tabla 16. Análisis Horizontal del activo del Estado de Situación Financiera .....</b>	<b>34</b>
<b>Tabla 17. Análisis Pasivos .....</b>	<b>35</b>
<b>Tabla 18. Análisis Patrimonio.....</b>	<b>35</b>
<b>Tabla 19. Análisis Horizontal Estado de Resultados .....</b>	<b>36</b>
<b>Tabla 20. Análisis Vertical Estado de Flujo de Efectivo .....</b>	<b>36</b>

<b>Tabla 21. Análisis Horizontal del Estado de Flujo de Efectivo.....</b>	<b>37</b>
<b>Tabla 22. Transacciones de Spotify .....</b>	<b>42</b>
<b>Tabla 23. DUPONT.....</b>	<b>52</b>
<b>Tabla 24. NOF vs. Fondo de Maniobra.....</b>	<b>53</b>
<b>Tabla 25. Tipos de Riesgos Financieros .....</b>	<b>53</b>
<b>Tabla 26. Tipos de Riesgos NO Financieros .....</b>	<b>55</b>
<b>Tabla 27. Matriz de Riesgos Spotify.....</b>	<b>57</b>
<b>Tabla 28. Análisis Matriz FODA Cruzada – SPOTIFY.....</b>	<b>61</b>
<b>Tabla 29. Análisis VRIO .....</b>	<b>62</b>
<b>Tabla 30. Vector de posición estratégica para Spotify .....</b>	<b>63</b>
<b>Tabla 31. Matriz PEYEA para Spotify.....</b>	<b>64</b>
<b>Tabla 32. Matriz RUMELT para Spotify.....</b>	<b>66</b>
<b>Tabla 33. CAPM y WACC .....</b>	<b>68</b>
<b>Tabla 34. Regresiones Beta .....</b>	<b>69</b>
<b>Tabla 35. Estimación del Beta a través del Método Hamada (comparables de negocio sobre la base de suscripciones).....</b>	<b>69</b>
<b>Tabla 36 – Supuestos .....</b>	<b>71</b>
<b>Tabla 37. FCFF proyectado a 10 años .....</b>	<b>74</b>
<b>Tabla 38. Cálculo de múltiplos .....</b>	<b>77</b>
<b>Tabla 39. Opinión de los Analistas .....</b>	<b>78</b>

## ÍNDICE DE ANEXOS

<b>Anexo 1. Ingresos de la Música Digital en EE. UU. 2010-2022.....</b>	<b>86</b>
<b>Anexo 2. Ingresos Música Digital Alemania 2018-2027, (miles de MM de USD) .....</b>	<b>86</b>
<b>Anexo 3. Ingresos Música Digital Francia 2018-2027, por segmento (MM de USD) .....</b>	<b>86</b>
<b>Anexo 4. Ingresos Música Digital Italia 2018-2027, por segmento (MM de USD).....</b>	<b>87</b>
<b>Anexo 5. Ingresos Música Digital España 2018-2027, por segmento (MM de USD).....</b>	<b>87</b>
<b>Anexo 6. Ingresos Música Digital Reino Unido de 2017 a 2027, por formato (Descargas y Transmisión) (MM de USD) .....</b>	<b>87</b>
<b>Anexo 7. Número de Usuarios de plataformas de transmisión de música en línea en China de 2012 a 2022 (en millones) .....</b>	<b>88</b>
<b>Anexo 8. Ingresos por ventas de <i>streaming</i> musical por suscripción Japón 2017 a 2022 (en miles de millones de yenes japoneses) .....</b>	<b>88</b>
<b>Anexo 9. Cambio en ingresos por Música grabada en mercados de LATAM en 2021 ...</b>	<b>88</b>
<b>Anexo 10. Estados de Situación Financiera (ESF) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €).....</b>	<b>89</b>
<b>Anexo 11. Estados de Resultados (EERR) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €).....</b>	<b>90</b>
<b>Anexo 12. Estados de Flujos de Efectivo (EFE) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €).....</b>	<b>91</b>
<b>Anexo 13. Ratios financieros y Comparables 2016-2022.....</b>	<b>92</b>
<b>Anexo 14. Estado de Situación Financiera – Proyectado (en millones €) .....</b>	<b>93</b>
<b>Anexo 15. Estado de Resultados – Proyectado (en millones €).....</b>	<b>94</b>
<b>Anexo 16. Estado de Flujos de Efectivo – Proyectado (en millones €).....</b>	<b>95</b>
<b>Anexo 17. Análisis de la Tasa WACC .....</b>	<b>96</b>
<b>Anexo 18. Detalle de la tasa WACC .....</b>	<b>97</b>

<b>Anexo 19. Detalle del Costo de Capital (Ke).....</b>	<b>97</b>
<b>Anexo 20. Algunas Celebridades y Creadores de Contenido Exclusivos de Spotify .....</b>	<b>98</b>
<b>Anexo 21. Plataforma y Productos de Spotify .....</b>	<b>99</b>
<b>Anexo 22. Experiencia del Escritorio de Spotify .....</b>	<b>1</b>

# INTRODUCCIÓN

Spotify Technology S.A. es una empresa multinacional fundada en Estocolmo, Suecia, en el año 2006 por Daniel Ek y Martin Lorentzon. Actualmente es la empresa líder en el servicio de música digital vía *streaming*.

Su cotización se da en la Bolsa de Valores de New York, (NYSE) *New York Stock Exchange* y en cuanto al Porcentaje de Accionariado tanto Daniel Ek. como Martín Loretzon son los accionistas mayoritarios con un 16.5% y 11.1% cada uno, seguidos de Baillie Gifford & Co, T. Rowe Price, y Tencent con 14.5%, 8.3% y 8.6% respectivamente.

Al cierre del 2022, la compañía cuenta con Activos por EUR 7.636 millones, pasivos por EUR 5.235 millones y un patrimonio de EUR 2.401 millones. Así como sus Ingresos por Ventas alcanzaron EUR 11.727 millones, representando un crecimiento de 21 % respecto al año anterior.

Se espera que la tendencia en cuanto de resultados a nivel de EBITDA<sup>1</sup> y utilidad neta mejoren en el tiempo a causa de la monetización de mayores suscriptores debido a las inversiones hechas en adquisiciones, I&D, así como por la apuesta de desarrollar nuevos productos y contenidos que incrementen las ventas en los años proyectados y fundamentados en las estrategias alineadas con la valoración planteada en el presente trabajo de investigación.

Finalmente escogí esta compañía a valorizar porque me resultó interesante conocer el comportamiento y dinámicas de la industria en la cual se desarrolla Spotify al ser una empresa líder en el *Streaming* de música digital en el contexto de la economía colaborativa.

---

<sup>1</sup> EBITDA, es un indicador financiero cuyas siglas derivan del acrónimo del inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.

# CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

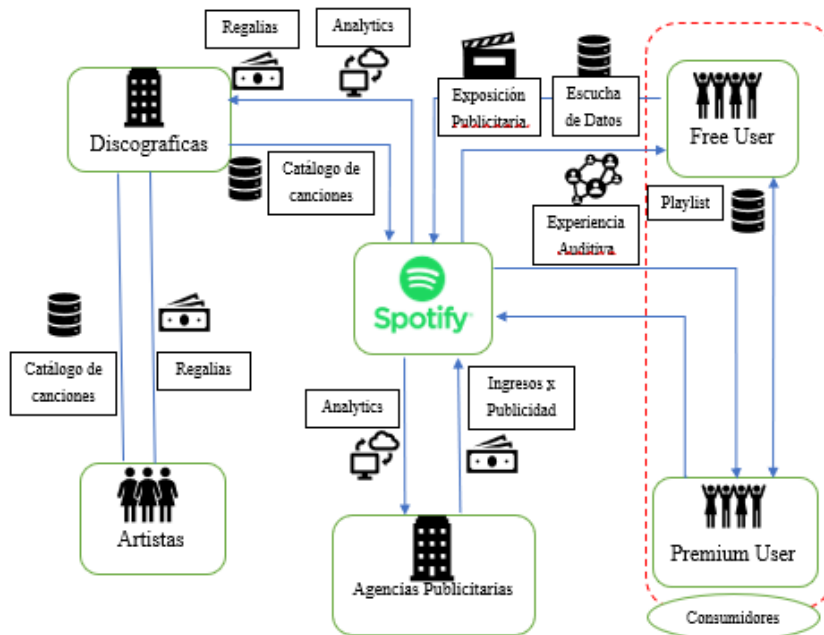
## 1.1 Reseña Histórica de la Empresa

Spotify fundada el 2006 en Estocolmo Suecia, por Daniel Ek y Martin Lorentzon, ambos empresarios con amplia experiencia. Su nombre legal es "Spotify Technology S.A." y nombre comercial es "Spotify". Se constituyeron el 27 de diciembre de 2006 como sociedad de responsabilidad limitada luxemburguesa (société à responsabilité limitée) y se transformaron, el 20 de marzo de 2009, en una sociedad anónima luxemburguesa (société anonyme), lo que significa que la responsabilidad de los accionistas se limita a sus contribuciones a la empresa. Las acciones que forman el capital social de una sociedad anónima luxemburguesa (société anonyme) pueden cotizar en bolsa y registrarse en una bolsa de valores. La legislación principal bajo la cual operan, y bajo la cual se ha creado el capital social ordinario, es la ley del 10 de agosto de 1915 sobre sociedades comerciales, en su versión modificada, y la ley de 19 de diciembre de 2002 sobre el registro de comercio y empresas y las cuentas contables y anuales de las empresas y los reglamentos. Así como también se encuentran inscritos en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B.123.052. cuyo domicilio social se encuentra en 5, place de la Gare L-1616, Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo, como oficina operativa principal.

## 1.2 Modelo de Negocio

Describiendo el modelo de negocio de la compañía Spotify dentro de un contexto de *Sharing Economy* o Economía Colaborativa este es un tipo de modelo en el que los servicios son considerados bienes de intercambio, con lo cual se trata de un modelo centrado en la colaboración mutua y que se basa en alquilar, comprar, vender productos en función de necesidades específicas y no tanto en beneficios económicos, De hecho en este tipo de modelo, es posible que el dinero no sea el único valor de cambio para las transacciones. Ahora en cuanto a cómo aplica dicho modelo, la compañía se coloca en medio como un agregador entre oferta y demanda es decir tenemos por el lado de la oferta, las discográficas y los artistas que crean música y por el lado de la demanda tenemos a los usuarios que quieren escuchar dichos contenidos de audio musical.

**Figura 1. Esquema del Modelo de Negocio de Spotify**



Por un lado, tenemos a las discográficas que tienen los derechos de la música y que a su vez le ceden los derechos a Spotify que a cambio les paga las regalías, adicionalmente se puede observar 2 tipos de usuarios:

- Los usuarios premium que pagan una suscripción y
- Los usuarios libres, aquellos que no pagan, pero a cambio tienen exposición a publicidad.

Adicionalmente, entraría a tallar otro actor en este modelo de negocio que son las agencias publicitarias, que son aquellas que desean anunciar o también se pueden dedicar a gestionar publicidad de otras empresas, con lo cual estas agencias están presentes en el modelo de negocio pagando a Spotify para poner publicidad a los usuarios libres. Es decir, por un lado, tenemos a los usuarios libres que no pagan, pero generan datos de escucha y esto adicionalmente le brinda valor a Spotify y a cambio tienen la exposición a publicidad de la cual Spotify genera ingresos. Adicionalmente tenemos a los Usuarios Premium que son aquellos que pagan una suscripción y con dichos pagos de suscripciones Spotify les paga unas regalías a las discográficas, así como también les proporciona analítica y datos de escucha, lo cual es

muy valioso para las discográficas y estas a su vez se entienden con los artistas pagándoles sus comisiones de acuerdo con cómo se haya acordado contractualmente.

### **1.3 Unidades de Negocio**

#### **ACTUAL – Streaming de Música Digital**

En cuanto a la principal unidad de negocio que tiene actualmente Spotify y que fue explicada en la sección anterior (gráfica 2) es la de *Streaming* de Música digital. Dado que según los objetivos y visión de largo plazo de sus Directivos principalmente la de su fundador Daniel EK, quien manifestó en un tweet en el 2008 en Twitter lo siguiente:

Hace más de 10 años se fundó Spotify para ofrecer a los consumidores algo que no podían conseguir: música, en cualquier lugar y a un precio adecuado. Estoy orgulloso de lo que se ha conseguido, pero lo que no sabía en el momento que se lanzó Spotify en 2008 era que el audio (y no solo la música) sería el Futuro de Spotify. (Ek, 2019)

#### **FUTURA – Múltiples Verticales**

En un escenario futuro, Spotify busca una expansión horizontal y convertirse en la Super App del Audio y no solo de música, es decir desarrollar verticales adicionales de negocio como por ejemplo las del *Podcasting*<sup>2</sup>, Audio libros, Audio Cursos, etc. Así como ser una plataforma de acceso abierto y descentralizada que implique una nueva era en cuanto a la monetización facilitando su apalancamiento operativo. Dicho escenario se estima ocurra en el transcurso de esta década, es decir al 2032, fecha en la cual está proyectada por los ejecutivos principales de la compañía en la última conferencia del día del inversor realizada el 2022. También es necesario mencionar que todo los M&A's<sup>3</sup>, realizados por la compañía responden a la estrategia de crecimiento y expansión con el fin de incursionar en estos nuevos verticales.

---

<sup>2</sup> Podcasts: Son contenidos en serie grabados en audio y transmitidos en línea; y que pueden ser grabados en diferentes formatos.

<sup>3</sup> M&A: Proviene del inglés Mergers and Acquisitions, que significa Fusiones y Adquisiciones.

**Figura 2. Verticales y Modelos de Ingresos de Spotify**



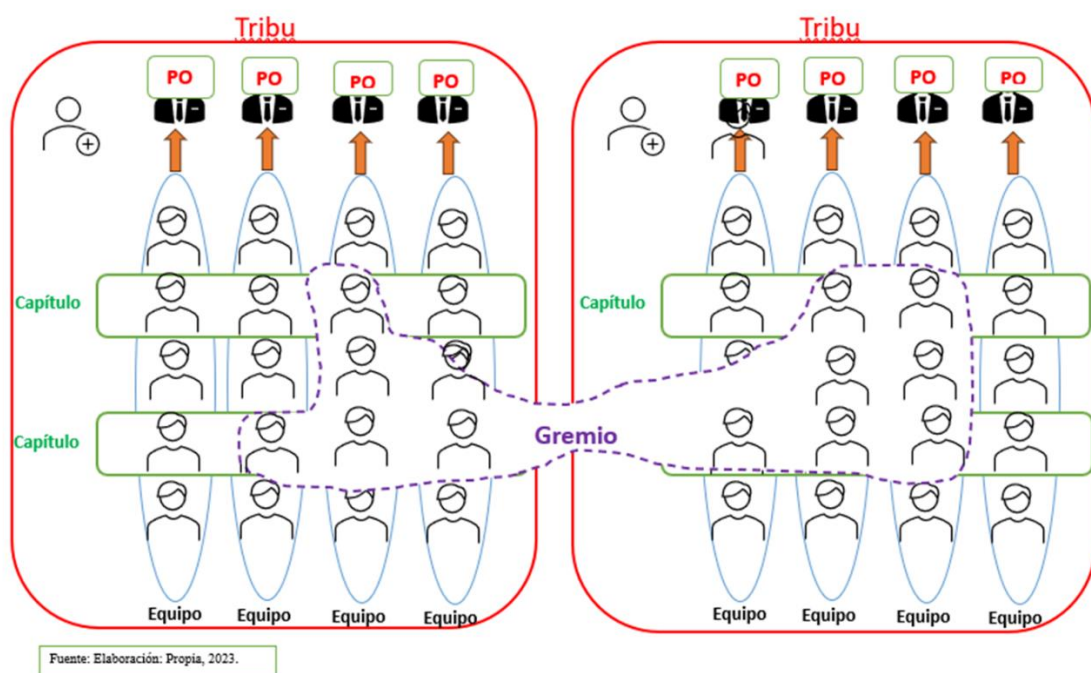
### 1.3.1 Estructura Organizacional Spotify

La estructura corporativa de Spotify presenta un diseño organizacional con un sistema para el desarrollo ágil tanto del software, así como de la del recurso humano con lo cual lo que busca es implementar la Agilidad a gran escala, por ello la empresa de transmisión de música digital bajo demanda puede requerir cambios estratégicos en el futuro, que podrían ir acompañados de un apoyo estructural a la empresa. En la Actualidad Spotify tiene una estructura organizativa en forma de N, la cual se desarrolló por primera vez en un documento técnico de Anders Ivarsson y Henry Kniberg en 2012, en la que dicha estructura pone énfasis en el intercambio de conocimientos y la integración entre las distintas actividades comerciales que los empleados asumen y forman parte de diversos roles tales como. Tribus, Escuadrones, Capítulos y Gremios. A continuación, la descripción de cada uno de estos roles.

- Los Equipos; Vendrían siendo la unidad más pequeña dentro de la compañía, aproximadamente de 20 a 30, cada uno de ellos se dedica a una función específica y está vinculado a un *Product Owner* - PO (Dueño de Producto), a su vez cada uno de estos equipos son autónomos y tienen contacto directo con sus respectivos stakeholders (Comunidad Vinculada).

- Las Tribus; Estas surgen de los equipos que se agrupan y no pueden exceder más de 100 personas, también son autónomas entre sí, pero cuando es necesario pueden interactuar entre ellas.
- Los Capítulos; tienen ocupaciones parecidas dentro de una misma tribu y actúan como directores o líderes de los gremios.
- Los Gremios, son aquellas personas con similares conocimientos y el alcance de su trabajo abarca toda la organización.

**Figura 3. Estructura Organizativa N de Spotify**



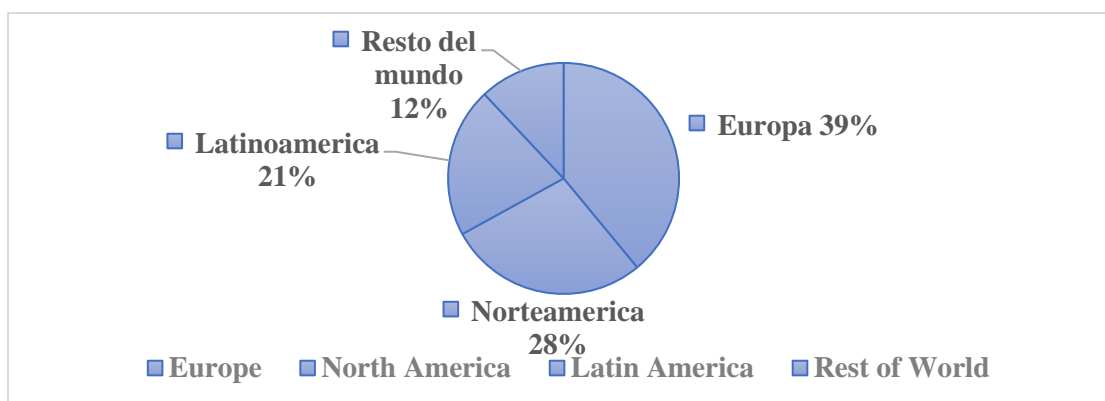
Finalmente hay que mencionar que este tipo de estructuras organizacionales son muy usadas en compañías de industrias de servicios digitales de *Streaming*, dado que permiten adaptar necesidades comerciales en los diferentes mercados que atienden valiéndose de agilidad y flexibilidad en cuanto a sus objetivos estratégicos de crecimiento y expansión.

#### **1.4 Distribución geográfica de Operaciones**

Actualmente Spotify está en 184 países y territorios. Sobre una base geográfica, sus cuatro regiones principales están creciendo. Europa es la región más grande con 148 millones de

usuarios activos mensuales, de sus siglas en inglés (MAU) *Monthly Active Users*<sup>4</sup>, lo que representa el 30% del total de (MAU) al 31 de diciembre de 2022, un aumento del 9% con respecto al año anterior. En la región de América del Norte, los MAU aumentaron un 9% del 31 de diciembre de 2021 al 31 de diciembre de 2022 y ahora representan el 21% de MAU. Las dos regiones de más rápido crecimiento son América Latina, con el 21% de MAU, un aumento del 19% del 31 de diciembre de 2021 al 31 de diciembre de 2022, y el resto del mundo, con el 28% de MAU, un aumento del 50% del 31 de diciembre de 2021 al 31 de diciembre de 2022. Los usuarios con publicidad y suscriptores premium pasan mucho tiempo interactuando con el Servicio. Combinados, la audiencia transmitió 132 mil millones de horas de contenido para el año finalizado el 31 de diciembre de 2022, un aumento del 20% en comparación con el año finalizado el 31 de diciembre de 2021.

**Figura 4. Participación Global de Usuarios Activos Mensuales Spotify al 2022**



Fuente: Spotify 2022.

### 1.5 Tipos de Clientes

Dentro de los Diversos clientes con los que cuenta Spotify, pueden mencionarse las siguientes propuestas de valor para cada uno de ellos:

- Los Artistas; por lo cual Spotify crea la accesibilidad al proporcionarles un medio para ganar dinero por medio de la música.
- Los Consumidores; con lo cual hace que la música esté disponible en un formato de transmisión.
- Los Patrocinadores; ya que Spotify les ofrece su plataforma para su publicidad.

<sup>4</sup> MAU: Monthly Active Users: Usuarios activos mensuales, El término usuarios activo se refiere a los oyentes que han escuchado la música de manera intencionada al menos 1 vez en los últimos 28 días; incluidas las personas que han escuchado música desde fuentes activas y programadas.

- Los Suscriptores; dado que la propuesta de valor está enfocada en la segmentación por precios, es decir ofrece una versión gratuita de sus servicios, así como una versión Premium.

**Tabla 1. Planes de los servicios que obtienen los suscriptores PREMIUM.**

	<b>Spotify Free</b>	<b>Spotify Premium</b>
+ de 80 Millones de Canciones.	<b>X</b>	<b>X</b>
Podcast y Audiolibros	<b>X</b>	<b>X</b>
Posibilidad de Llevar Música cuando viajas.	Hasta 14 días.	<b>X</b>
Libertad de elección la canción en dispositivos móviles.	Disponible en Playlist seleccionadas	<b>X</b>
Reproducir canciones en el orden que se desee.		<b>X</b>
Música sin anuncios.		<b>X</b>
Descargar Música		<b>X</b>
Descargar Podcast	<b>X</b>	<b>X</b>
Calidad de Audio más alta.		<b>X</b>

Fuente: Spotify 2023

**Figura 5. Categorías de Suscripción**

<p><b>PRIMA INDIVIDUAL</b></p> <p><b>GRATIS por 1 MES</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 1 Cuenta premium</li><li>• Cancelar en cualquier momento.</li><li>• 15 horas/mes de escucha del catálogo de suscriptores de audiolibros.</li></ul> <p>Gratis por 1 mes, luego del período de prueba \$10.99</p>	<p><b>DÚO PREMIUM</b></p> <p><b>\$14.00 por Mes</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 2 Cuenta premium</li><li>• Cancelar en cualquier momento.</li><li>• 15 horas/mes de escucha del catálogo de suscriptores de audiolibros.</li></ul> <p>Para parejas que residen en el mismo domicilio.</p>
<p><b>FAMILIA PREMIUM</b></p> <p><b>\$16.99 por Mes</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Hasta 6 cuentas premium o Kids.</li><li>• Bloquear Música explícita.</li><li>• Acceso a Spotify Niños.</li><li>• Cancelar en cualquier momento.</li><li>• 15 horas/mes de escucha del catálogo de suscriptores de audiolibros.</li></ul> <p>Para hasta 6 miembros de familia que residen en el mismo domicilio.</p>	<p><b>ESTUDIANTE PREMIUM</b></p> <p><b>GRATIS por 1 MES</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 1 Cuenta premium Verificada.</li><li>• Descuento para estudiantes elegibles.</li><li>• Acceso a Plan Hulu. *</li><li>• Cancelar en cualquier momento.</li><li>• 1 mes gratis luego del periodo de prueba \$5.99.</li></ul> <p>* Hulu, Servicio de Suscripción de Video propiedad de Walt Disney</p>

Fuente: Spotify 2023.

## 1.6 MODELO CANVAS

**Tabla 2. Análisis CANVAS de Spotify**

Socios clave	Actividades clave	Propuesta de valor	Relaciones con clientes	Segmentos de cliente
-Compañías discográficas. -Artistas. -Agencias de publicidad. -Proveedores de datos e Internet.	-Plataforma funcionando y con buen repertorio de canciones. -Capacidad para convertir usuarios Freemium a Premium, razón por la cual las acciones de marketing resultan ser claves para no descuidar.	<u>Servicio Premium:</u> -Acceso y Usabilidad - UX -Desempeño -Personalización – Playlist. (lista de reproducción) -Novedad. Innovación.	-Promocional. -Publicidad. -Redes sociales.	-Público en general. -Público Joven -Presente en todos los niveles socioeconómicos.  Servicio Basado en Publicidad: -Los Clientes son los auspiciantes que están mayor mente interesados en captar público joven.
	<b>Recursos Clave</b> -Acuerdos por licencia con los dueños de los derechos, por ejemplo, las discográficas y los Artistas. -Plataforma y Software para acceder a la música. -Información que tiene de los Usuarios. -Recursos Humanos quienes desarrollan y despliegan todo el User Experience. – (UX)	<u>Servicio Freemium:</u> -Oferta de Información -Data Analytics -Mejor direccionamiento o por Auspiciantes a públicos cautivos.	<b>Canales De Distribución</b> <u>Como Medios de Difusión:</u> -Redes Sociales como Facebook, Instagram, etc <u>Canales para Usuarios:</u> -Aplicación móvil para celular. -Aplicación para Desktop y Tablets. -Internet / Web <u>Caso Auspiciantes:</u> -Agencias de publicidad que gestionan los anuncios con diversas plataformas.	
<b>Estructura de costos</b>		<b>Fuentes de ingreso</b>		
-Regalías. <sup>5</sup> -Marketing y Distribución		-Gratis con publicidad (Freemium) -Pago por Suscripción (Premium)		

*Nota.* Adaptado de Osterwalder y Pigneur, Spotify

## 1.7 ACCIONARIADO

<sup>5</sup> Regalías: Pagos enfocados principalmente a los titulares de los derechos de autor principalmente a los artistas y compositores de la música publicada en la plataforma.

**Tabla 3. Composición del Accionariado (%)**

Nombres	Acciones ordinarias		Certificados de beneficiario		% de poder de voto
	Número	%	Número	%	
Daniel Ek	31,931,376	16.5%	140,278,420	40.1%	31.7%
Martin Loretzon	21,514,864	11.1%	209,597,620	59.9%	42.6%
Baillie Gifford & Co	27,937,554	14.5%	-	-	5.1%
T. Rowe Price	16,102,881	8.3%	-	-	3.0%
Tencent	16,631,969	8.6%	-	-	-

*Nota:* La siguiente tabla brinda información sobre Composición del accionariado al 31 de diciembre de 2022. Elaborado con datos tomados de, Spotify, 2022.

### 1.7.1 Empresas Relacionadas

**Tabla 4. Subsidiarias**

Nombre	Principales actividades	% de derechos de voto y acciones poseídas (directa o indirectamente)		País de constitución
Spotify AB	Principal empresa operadora	100	%	Suecia
Spotify USA Inc.	Empresa operadora de EE. UU.	100	%	Estados Unidos
Spotify Ltd	Ventas, marketing, I&D de contratos y atención al cliente	100	%	Reino Unido
Spotify España S.L.	Ventas, marketing y otros servicios de soporte	100	%	España
Spotify GmbH	Ventas, marketing y otros servicios de soporte	100	%	Alemania
Spotify Francia SAS	Ventas, marketing y otros servicios de soporte	100	%	Francia
Spotify Canadá Inc.	Ventas, marketing y otros servicios de soporte	100	%	Canadá
Spotify Australia Pty Ltd	Ventas y marketing	100	%	Australia
Spotify Brasil LTDA Servicios de Música	Ventas y marketing	100	%	Brasil
Spotify Japón K. K	Ventas y marketing	100	%	Japón
Spotify India LLP	Ventas, distribución y marketing	100	%	India
S Servicios de Música México, S.A. de C.V.	Ventas y marketing	100	%	México
Spotify Singapur Pte Ltd.	Ventas y marketing	100	%	Singapur
Spotify Italia S.r.l.	Ventas y marketing	100	%	Italia

## **1.8 La Acción en la Bolsa de Valores**

A principios de abril del año 2018, Spotify Technology SA había planeado una cotización directa en la Bolsa de Valores de New York Stock Exchange (NYSE) que es actualmente la bolsa donde cotiza la acción. A diferencia de las ofertas públicas iniciales (OPI) típicas, que utilizaban bancos de inversión como suscriptores para ayudar a establecer un precio de OPI, la cotización directa de Spotify permitiría a los participantes del mercado determinar el precio inicial. A continuación, se pasará a explicar la evolución de su cotización en el mercado de valores.

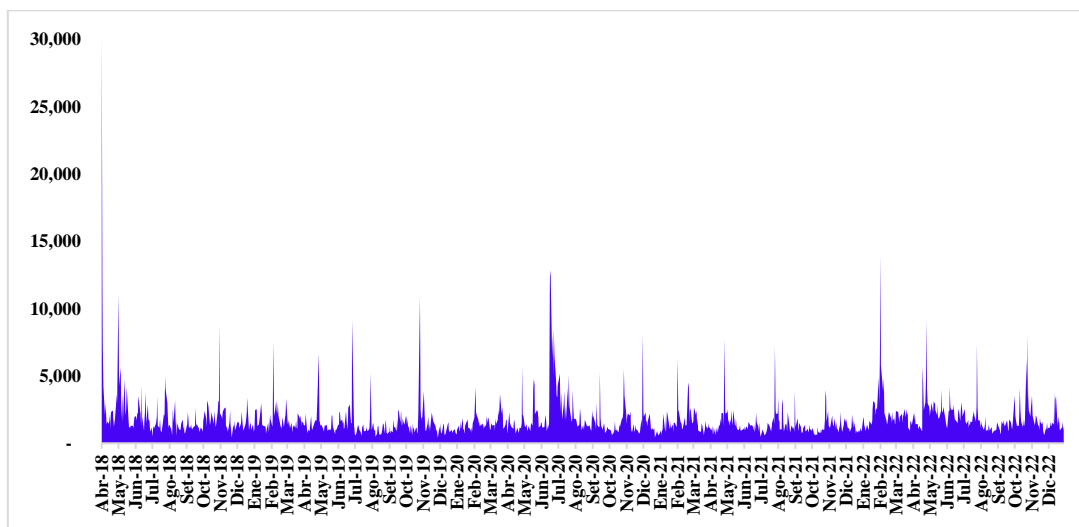
### **1.8.1 Evolución de la cotización**

Cuando Spotify empezó sus actividades en el 2008, estuvo siempre de la mano de las cinco más grandes disqueras (Sony BMG Music, Universal Music, Warner Music, EMI y Merlin), las cuales tomaron 18% de su capital por una suma de 100,000 Coronas Suecas (SEK). Posteriormente completaron siete rondas de financiamiento, acumulando una valorización de USD 8.53 billones. Adicionalmente consiguió en marzo del 2016 USD 1 billón de deuda convertible del fondo de capital privado TPG, el *Hedge Fund Dragoneer Investment Group LLC* y clientes de Goldman Sachs. La tasa de interés era de 5% y se incrementaría cada año hasta la fecha del IPO.

Adicionalmente, en diciembre 2017, Tencent Music Entertainment, subsidiaria del gigante tecnológico Tencent, emitió 282,830,698 acciones para Spotify mientras que Spotify emitió 8,552,440 acciones (lo que genera un *share split* de 40 a 1 en las acciones de Spotify) en la bolsa de Hong Kong. Se estableció que Spotify no transferiría las acciones de Tencent Music en un plazo de 3 años. Así, consiguió Tencent Music 2.5% del patrimonio de Spotify.

Asimismo, Daniel Ek es el único con derecho a votar sobre las acciones de Spotify que pertenecen a Tencent Music. Por otro lado, Tencent Music también mantiene 10% de capital en Universal Music Group. Posteriormente, en julio del 2017, Spotify salió a la bolsa de Estados Unidos en un proceso no tradicional llamado listado directo donde no habría un proceso de *roadshow* y no se permitiría comentarios de analistas ni ningún tipo de promoción ya que no se recaudaría dinero ni se vendería acciones.

**Figura 6. Volumen transado de Spotify, en miles de acciones**



Fuente: Bloomberg. Volumen de Acciones.

Se entiende que el listado era para cumplir con las condiciones de la deuda convertible. Los bancos de inversión si tenían permitido comprar para estabilizar el precio. Es así como la acción inició el 3 de abril con un valor de 107 EUR con un monto máximo nunca más alcanzado de 30.5 millones de acciones transadas. En los siguientes años evolucionó de una manera estable hasta 2020 donde el mundo padeció la pandemia del COVID-2019. Es en el 2022 en el cual ha sufrido una caída considerable.

**Figura 7. Precios históricos de Spotify Technology SA (SPOT) en euros**

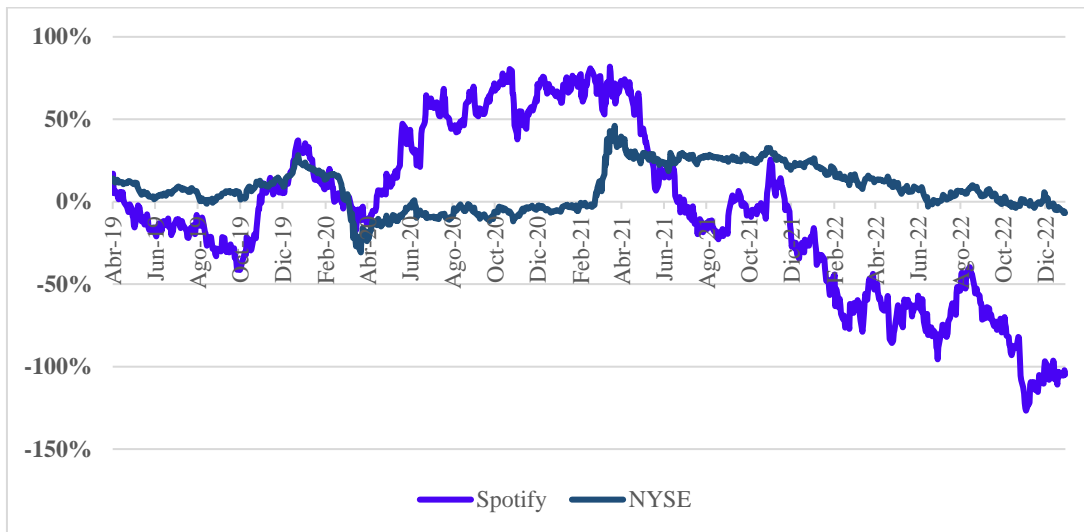


Fuente: Bloomberg. Precio de Acciones.

### 1.8.2 Evolución de la variación porcentual de la cotización contra el índice NYSE

La acción ha venido cotizando in tándem con el índice NYSE desde la fecha de salida a bolsa hasta abril del 2020. El inicio de la pandemia y la necesidad de quedarse en casa y tener acceso a nueva necesidad de entretenimiento como escuchar podcasts, cuyo consumo aumentó en Estados Unidos 70% desde 2016, logró mostrar más atractiva a la acción, así como a acciones pertenecientes al segmento Internet. Esto conllevó a una mayor pendiente de retorno con respecto al índice NYSE. Terminadas las restricciones de la pandemia, se puede observar un decline del precio de la acción frente a una estabilidad del índice NYSE.

**Figura 8. Variación anual en cotización de Spotify Technology SA (SPOT) contra variación anual de Índice NYSE desde fecha de IPO**

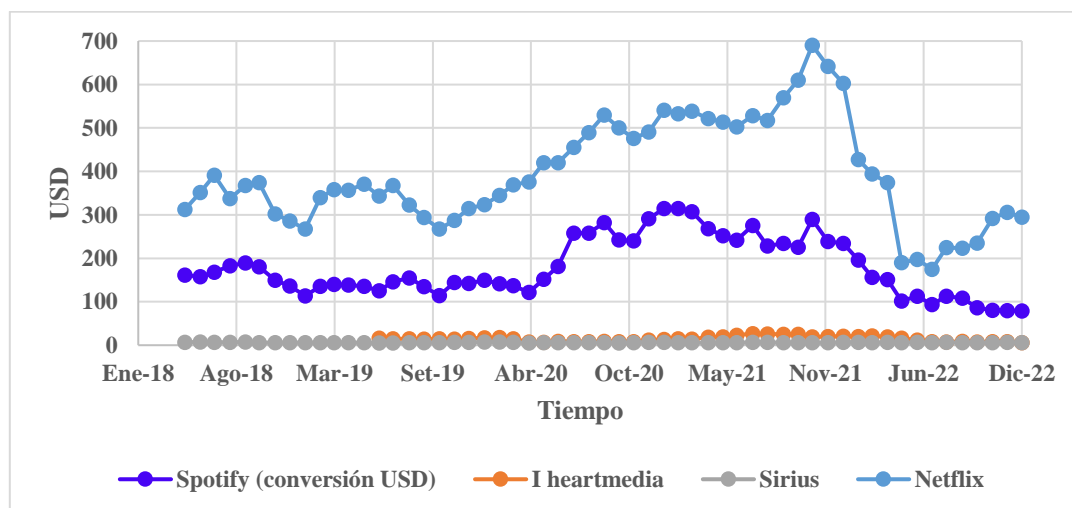


Fuente: Bloomberg. Precio de Acciones.

### 1.8.3 Evolución de la cotización con empresas comparables

Al analizar el performance de Spotify con sus comparables se puede observar que Netflix es una acción con un pico máximo de 690 USD. La trayectoria de dicha acción es parecida a la de Spotify, especialmente en los años donde comienza la pandemia COVID-19. I Heart Media y Sirius mantienen precios menores y estables.

**Figura 9. Cotización de Spotify Technology SA (SPOT) Vs. Comparables**



Fuente: Bloomberg. Precio de Acciones.

## 1.8. Ejecutivos Principales

**Tabla 5. Gobierno Corporativo al 31 de diciembre de 2022**

<b>Nombres</b>	<b>Edad</b>	<b>Posición</b>
Daniel Ek	39	Fundador, director ejecutivo, presidente
Martin Lorentzon	53	Cofundador y director
Katarina Berg	54	Director de Recursos Humanos
Dustee Jenkins	44	Jefe global de Relaciones Publicas
Eve Konstan	54	Consejero General
Alex Norström	46	Copresidente, director Comercial
Gustav Söderström	46	Copresidente, director de Producto y Tecnología
Paul Vogel	49	Director Financiero
Christopher Marshall	54	Director Independiente Principal
Barry McCarthy	69	Director
Shishir Mehrotra	43	Director
Heidi O’Neill	58	Director
Ted Sarandos	58	Director
Thomas Staggs	62	Director
Cristina Stenbeck (1)	45	Director
Mona Sutphen	55	Director
Padmasree Warrior	62	Director

*Nota.* Elaborado con datos tomados de, Spotify, 2022.

## 1.9. Responsabilidad Social Empresarial

Spotify se esfuerza por ser parte de la solución para abordar la crisis climática a través de sus operaciones. Su enfoque se centra en dos áreas principales de impacto: reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y utilizar su plataforma para inspirar y apoyar el compromiso y la acción climática entre creadores y oyentes. Como plataforma digital, aproximadamente el 99% de las emisiones de gases de efecto invernadero son de alcance 3<sup>6</sup>, es decir son aquellas que provienen de las cadenas de suministros digitales y el uso de productos y servicios de terceros con lo cual se convierte en un desafío para la mayoría de las organizaciones, ya que estas emisiones normalmente están fuera del control de una organización lo que significa que las hace más difíciles de rastrear y reducir. Además, la Compañía se está asociando con académicos y socios en toda la cadena de valor para investigar cómo se puede medir y comprender mejor estas emisiones a medida que se continúa con el trabajo para establecer vías de reducción tangibles. En 2022, se continuó impulsando iniciativas para alcanzar los objetivos

<sup>6</sup> Scope 3 Emissions in your Digital Supply Chain <https://www.mightybytes.com/blog/scope-3-emissions-in-your-digital-supply-chain/>

a largo plazo de cero emisiones netas para fines de 2030 centrándose en formas de reducir las emisiones, complementadas con proyectos adicionales de eliminación de carbono.

## **CAPÍTULO II. ANALISIS DEL MACROENTORNO Y DE LA INDUSTRIA**

### **2.1. Ambiente del Exterior**

#### **2.1.1. Economía mundial**

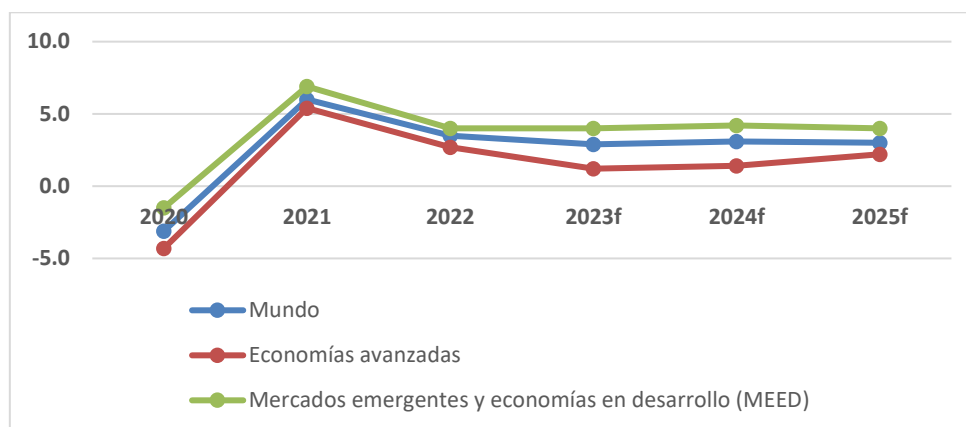
En el 2022, en la mayoría de las economías, la prioridad continúa siendo lograr una desinflación sostenida consiguiendo a la vez estabilidad financiera. Se prevé que el crecimiento mundial se desacelerará en 2023 al 2.1%. Sin embargo, durante 2022 y 2023 las perspectivas de crecimiento mundial se inclinan a la baja, la inflación podría seguir siendo elevada e incluso aumentar si se producen nuevos eventos aleatorios que tienen impacto en la economía, como los derivados por eventos meteorológicos externos que inducirían una política monetaria más restrictiva, así como la guerra de Rusia-Ucrania, lo que ha llevado a mayores presiones inflacionarias.

Si bien durante la pandemia ya se tenía un escenario inflacionario por el incremento de las materias primas y desequilibrio entre la oferta y demanda, esto se ha acentuado aún más con la guerra Rusia-Ucrania. Esto ha perjudicado la recuperación a nivel mundial, por lo que se espera que la inflación se mantendrá alta y se prolongará más de lo estimado, según último informe del Banco Mundial a junio 2023. En el 2022 el crecimiento mundial disminuyó de un 3.5% las perspectivas de crecimiento a 3.0% en 2023 (Banco Mundial,2023)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Banco Mundial. (junio 2023). Perspectivas Económicas Mundiales. <<https://www.bancomundial.org>>

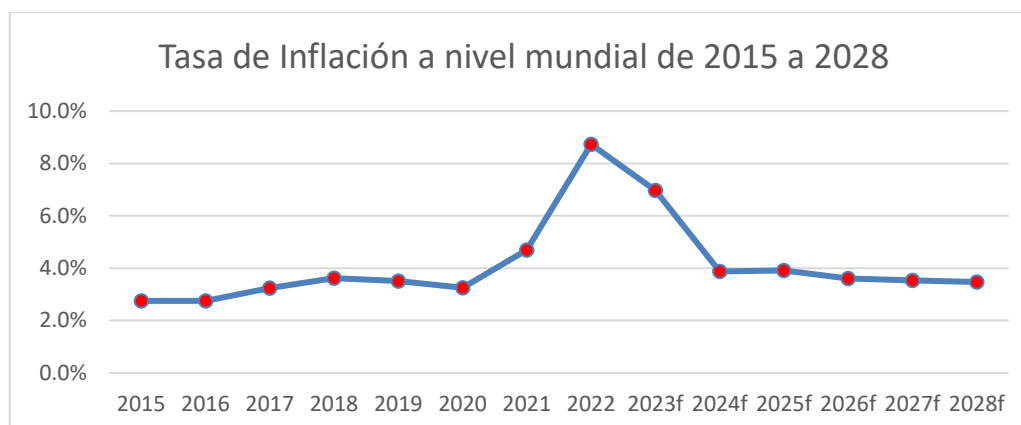
**Figura 10. Crecimiento Mundial (%)**



Fuente: Banco Mundial y FMI. (julio 2023). Perspectivas Económicas Mundiales.

Con relación a la inflación mundial, esta podría disminuir de 8.7% en 2022 a 6.8% en 2023 y 5.2% en 2024 y la inflación subyacente disminuya de forma más gradual, habiendo revisado al alza los Pronósticos para la inflación en 2024, según último informe del Banco Mundial<sup>8</sup>.

**Figura 11. Inflación mundial (%)**



Fuente: Banco Mundial y FMI. (junio 2023). Perspectivas Económicas Mundiales.

### 2.1.2. Mercado Mundial

De acuerdo con el alcance del mercado mundial en cuanto al *Streaming* de música, se pueden citar a Spotify, Deezer o Apple Music, que ofrecen accesos ilimitados a sus bibliotecas de contenido mediante una tarifa de suscripción mensual que no incluye publicidad. Así como

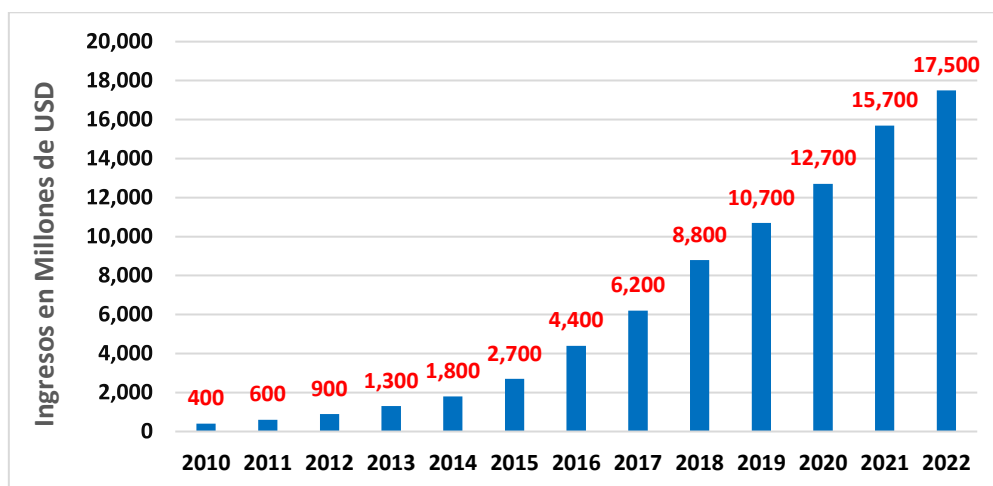
<sup>8</sup> Banco Mundial. (junio 2023). Perspectivas Económicas Mundiales. <<https://www.bancomundial.org>>

también no se incluyen los servicios publicitarios con pausas comerciales forzadas entre pistas, la radio por internet o las transmisiones de video.

Entre los hechos más destacados se pueden mencionar: <sup>9</sup>

- Se prevé que los ingresos en el mercado de *Streaming* alcancen los USD 25.840 millones en 2023.
- Se espera que los ingresos muestren una tasa de crecimiento anual del 7.08%, lo que generará un volumen de mercado proyectado de USD 33.970 millones para el 2027.
- En comparación global, la mayor parte de los ingresos se generarán en Estados Unidos con USD 10.400 millones en 2023.
- En el mercado mundial de transmisión de música, se espera que el número de usuarios ascienda a 1.100 millones para el 2027.
- La penetración de usuarios será del 12.0% en 2023 y alcanzará el 14.1% en 2027.

**Figura 12. Evolución Ingresos música digital vía Streaming a nivel Mundial 2010-2022**



Fuente: IFPI. (marzo 21, 2023). In Statista.

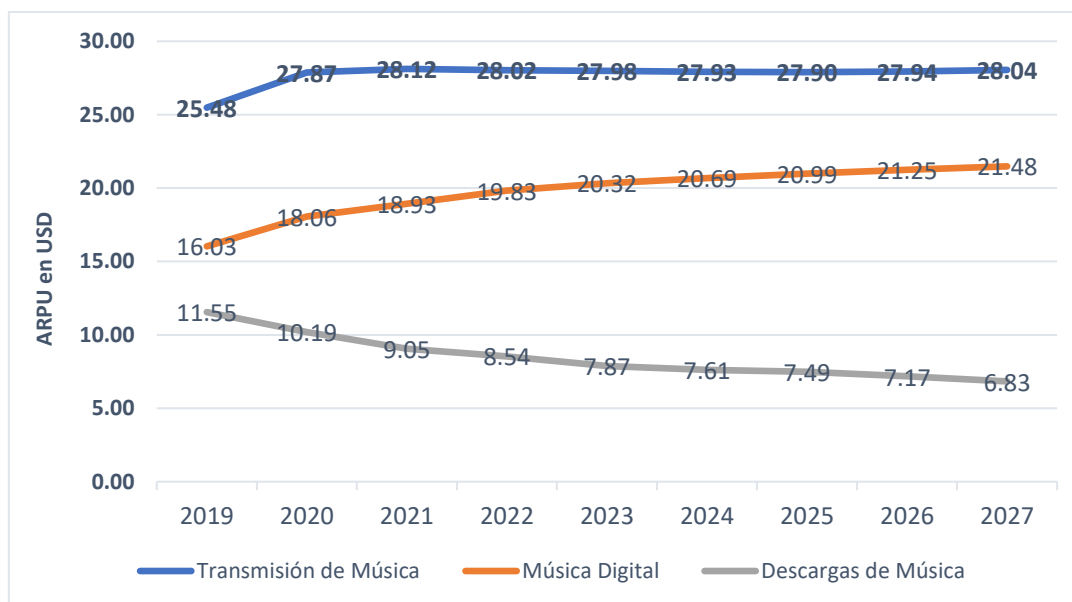
Como se Observa en la (Figura 12); en 2022, los servicios de música en *streaming*<sup>10</sup> reportaron a la industria musical mundial unos ingresos de aproximadamente USD 18.000 millones. Esto no solo supuso un incremento de cerca de 2.000 millones con respecto al año anterior, sino que

<sup>9</sup> Transmisión de música: en todo el mundo. (Dakota del Norte). Recuperado el 7 de septiembre de 2023, de <https://www.statista.com/outlook/dmo/digital-media/digital-music/music-streaming/worldwide>

<sup>10</sup> Streaming: Término Anglosajón que significa, retransmisión o reproducción en tiempo real de contenido digital y multimedia, sea de Audio (música) o Video.

sigue reforzando el papel de este segmento dentro del mercado discográfico. Y es que los ingresos generados por el *streaming* no han dejado de crecer desde su aparición en 2006.

**Figura 13 Pronóstico del (ARPU) de música digital por segmento en el mundo de 2019 a 2027 (en USD)**



Fuente: Statista.

Como se observa en la (Figura 13); para todos los segmentos, durante el período de pronóstico para el ingreso promedio por usuario (ARPU<sup>11</sup>). Los ingresos por usuario disminuyen hacia el final del período de pronóstico sólo en el segmento Descargas de música, mientras que los segmentos restantes de transmisión y música digital siguen una tendencia positiva.

## 2.2. Mercado Regional

**Tabla 6. Informes de Ingresos de Música Digital Por Países**

	Ingresos Música Digital por Segmentos (Transmisión y Descarga de Música)	Usuarios de plataformas de Música Digital	Ingresos por Música grabada
USA	Los ingresos por <i>streaming</i> de música digital han aumentado solo en los últimos seis años: pasaron de USD 1.900 millones en 2014 a USD 13.300 millones en 2022. (Ver Anexo 1)		

<sup>11</sup> ARPU: Término en inglés que significa, Ingreso promedio por Usuario, y es un tipo de métrica que se utiliza para medir factores como patrones de crecimiento se utiliza principalmente por empresas de Servicios y medios digitales, así como de Telecomunicaciones.

<p><b>UE</b></p>	<p><b><u>Alemania y Francia</u></b>; Fluctuaciones significativas para todos los segmentos durante el período de pronóstico de ingresos. Sólo en el segmento Transmisión de música se puede ver un aumento significativo durante el período de proyección. (Ver Anexo 2 y 3)</p> <p><b><u>Italia y España</u></b>; Para el período de proyección hasta 2027, se prevé que los ingresos muestren fluctuaciones entre los dos segmentos. Sólo en el segmento de transmisión de música se puede observar un aumento significativo durante el período de proyección. (Ver Anexo 4 y 5)</p> <p><b><u>Reino Unido</u></b>; Ingresos por descargas de música disminuyen de USD 188,5 millones en 2021 a USD 182 millones en 2027. (Ver Anexo 6)</p>		
<p><b>ASIA</b></p>	<p><b><u>Japón</u></b>; Los ingresos por ventas de transmisión de música por suscripción alcanzaron un valor de aproximadamente 75,6 mil millones de yenes japoneses en 2022. El cuarto trimestre generó los ingresos trimestrales más altos durante ese año. (Ver Anexo 8)</p>	<p><b><u>China</u></b>; En diciembre de 2022, alrededor de 684,2 mm de personas utilizaban plataformas de transmisión de música en línea. (Ver Anexo 7)</p>	
<p><b>LATAM</b></p>			<p><b><u>México</u></b>; Los Ingresos aumentaron un 27.7%, mientras que los de Brasil un 32%. La tasa de crecimiento promedio por música grabada en LATAM a se mantuvo por</p>

			encima del 31% el 2021. (Ver Anexo 9)
--	--	--	--

### 2.3. Análisis PESTEL

A continuación, se presentará el Análisis PESTEL que fue desarrollado en 1968 por los teóricos Liam Fahey y V.K. Narayanan, que se usa para analizar los factores externos que pueden afectar a una empresa o industria. Se detallan las variables de cada factor en cuanto a las siglas significan: P (Político), E (Económico), S (Social), T (Tecnológico), E (Ecológico), L (Legal) y si es positivo (+) o negativo (-): **(Véase Tabla 8)**

**Tabla 7: Análisis del Macroentorno con PESTEL**

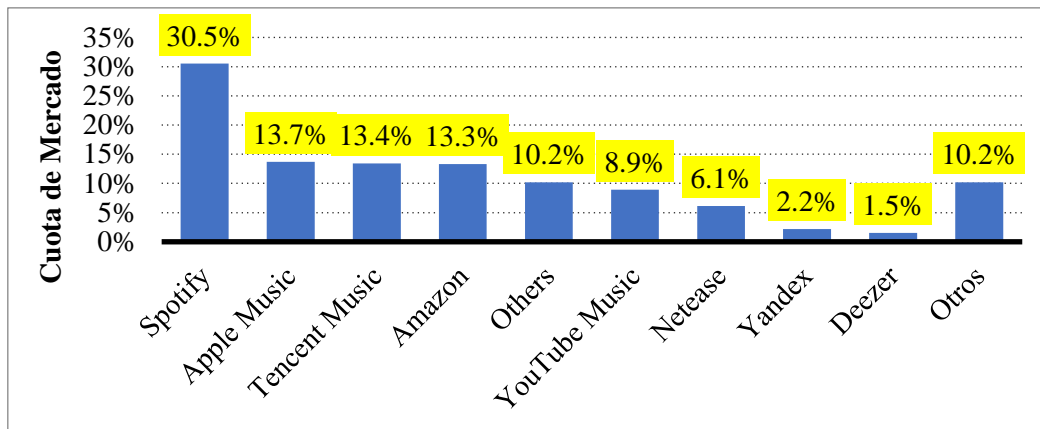
<b>Factor</b>	<b>Variable</b>	<b>Impacto</b>
<b>Político</b>	Gobiernos impulsan campaña contra la piratería, con lo cual se protege al sector y se asegura que la gente consuma contenidos de spotify.	Alto (+)
	Sanciones de países europeos contra el marco contable de la empresa.	Medio (-)
	Cerca del 50% de Estados Americanos aumentan Impuestos en el contenido de Spotify. Por lo que para hacer frente se suben los precios de suscripciones.	Alto (-)
<b>Económico</b>	<b>América</b>	
	Se prevé recuperación del ciclo económico en cuanto al crecimiento de LATAM pasando de una caída el 2023 de 1.6% retomando crecimiento el 2024 al 2.2%.	Alto (+)
	Devaluación y Revaluación de la Moneda.	Medio (-)
	Proteccionismo de los Mercados.	Medio (-)
	<b>Europa</b>	
Desaceleración en cuanto al crecimiento en la Zona euro pasando de 3.5% en 2022 a un leve incremento en 2023 de 0.8% para retomar el Crecimiento para el 2024 a 1.4%	Medio (+)	
Inflación de 8.4% en 2022 al 5.6% el 2023 y continúe disminuyendo en 2.5% para el 2024.	Medio (+)	
<b>Social</b>	Aumento de la Conciencia Social sobre los Derechos de Autor.	Medio (+)
	Tendencia hacia un mayor gasto en ocio y cultura, en cuanto a los jóvenes.	Alto (+)
	Tras la Pandemia del COVID-19, los suscriptores de la Plataforma han aumentado.	Alto (+)
	El consumo digital supone el 82% del beneficio en la industria musical, sin embargo, el Vinilo es el único formato físico que no desciende.	Bajo (-)
En cuanto a la población Joven los que más consumen música en <i>streaming</i> son menores.	Medio (+)	
<b>Tecnológico.</b>	Se puede escuchar música desde cualquier plataforma	Alto (+)
	Algoritmo de Spotify; en cuanto a la experiencia del usuario (UX) es mucho mejor que el resto de los competidores.	Alto (+)
	Funciona en segundo plano mientras estas usando otras apps	Medio (+)
<b>Ecológico</b>	Spotify recibió una nota aceptable en cuanto al tipo de Electricidad que usan las plataformas de <i>Streaming</i> para sus centros de datos dado que proviene de las energías renovables.	Medio (-)
	Desde el 2018 Spotify ha optimizado sus oficinas, de manera que sus HQ en New York se abastecen al 100% con energías renovables, mientras que su oficina central de Estocolmo se nutre con un 90%.	Alto (+)
	Como Ventaja la Industria de la Música en EE. UU. produce menos desperdicio de plástico gracias al <i>Streaming</i> .	Medio (+)
<b>Legal</b>	Derechos de propiedad intelectual se ve condicionada dado que gran parte del contenido que ofrece en su plataforma no le pertenece.	Alto (-)
	Leyes sobre la Protección de datos al consumidor; posibilidad de filtración de datos es una de las mayores amenazas de la empresa.	Medio (-)

## 2.4. Participantes del Mercado

### 2.4.1 Principales Participantes

A continuación, observamos a Spotify posicionarse como la principal plataforma de música en *streaming* del mundo con una cuota de mercado cercana al 31%. Apple Music ocupó la segunda posición, mientras que Tencent completó el podio.

**Figura 14. Cuota de Mercado de plataformas Música Digital nivel Mundial 2022**



Fuente: MIDiA Research; T2 2022.

### 2.4.2 Selección de Comparables

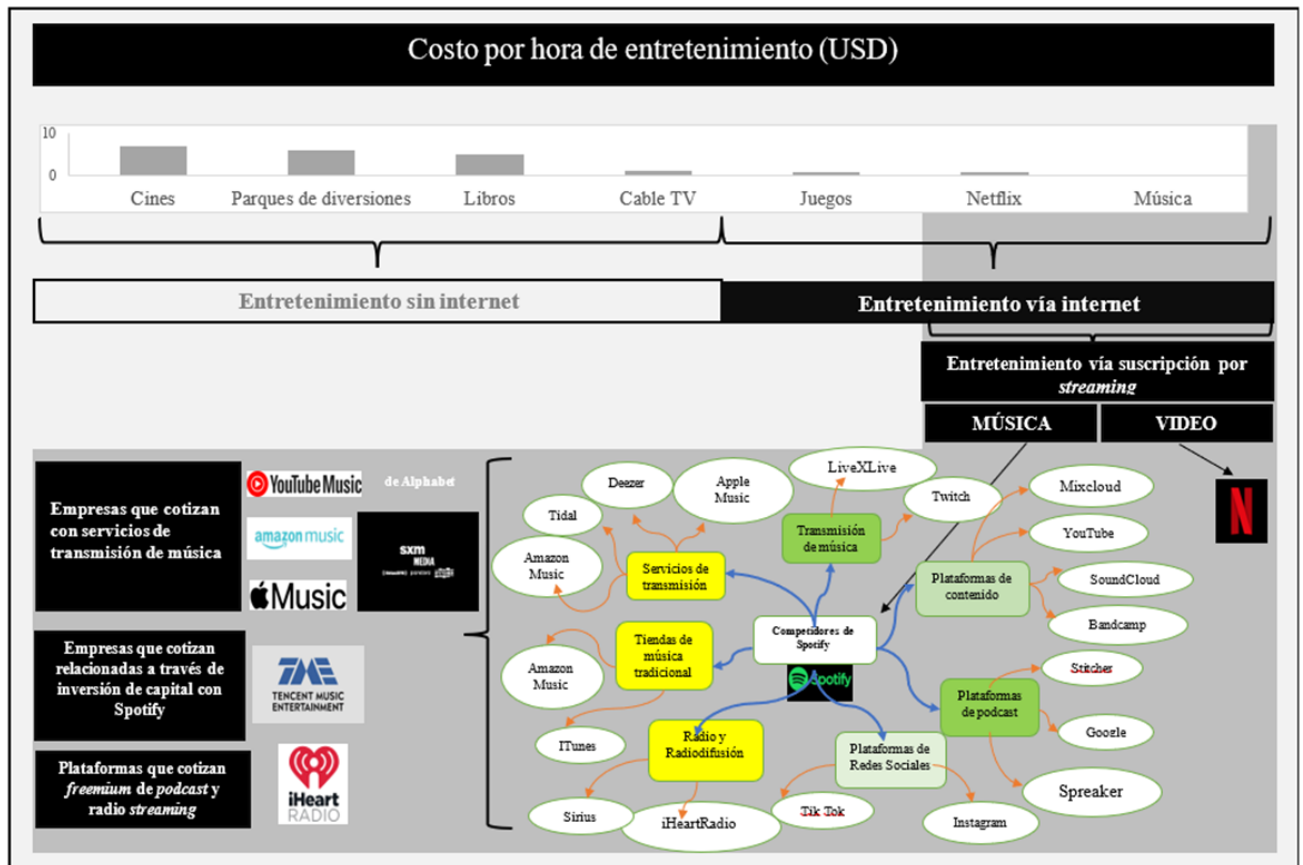
Dentro de la industria de empresas que cotizan y que pueden ser consideradas comparables de Spotify, es necesario circunscribir el análisis a empresas que corresponden a la categoría entretenimiento. Considerando el costo por hora de entretenimiento, aparecen las opciones tecnológicas naturalmente separadas de las tradicionales por su bajo costo en dólares y uso de internet.

La música y el video resultan alternativas comparables bajo el paraguas de entretenimiento vía internet. Si bien se puede considerar la categoría de juegos tanto tradicionales y no tradicionales, resulta necesario reforzar la forma de monetización del negocio de Netflix, así como de música vía suscripción.

Es este atributo el cual sostiene la inclusión de la acción de Netflix dentro del análisis de la industria como sustituto, así como dentro del análisis de financiero dado sus costos altos de producción y adquisición de derechos de películas los cuales pueden ser considerados un símil a los costos de derecho de reproducción para-Spotify.

Por último, se despliega las distintas opciones de música y audio en línea a través de productos producidos por gigantes tecnológicos (Apple, Alphabet / Google, Amazon, Tencent – con la acepción que está última tiene una relación de accionariado) así como las opciones que brindan las plataformas independientes de radio y podcast.

**Figura 15. Selección de Comparables (Visión Holística de la Industria del Streaming)**



Fuente. Elaboración Propia.2023

### 2.4.3 Análisis Competitivo:

**Tabla 8. Comparación por plataforma de servicios de transmisión de música en 2021**

	Fecha de Lanzamiento	Tamaño de Biblioteca	Soporte para grandes sellos	Audio sin pérdidas	Servicio Gratuito	Cuota básica mensual (mercado USA)
<b>Spotify</b>	2008 (Suecia)	70 millones	Si	No	Con publicidad, modo aleatorio en dispositivos móviles	\$9.99
<b>Apple Music</b>	2015 (EE. UU.)	75 millones	Si	Si	No	\$9.99
<b>Deezer</b>	2007 (Francia)	70 millones	Si	Si	Con publicidad, modo aleatorio en dispositivos móviles	\$9.99
<b>YouTube Music/ Google Play Music</b>	2011 (as Google Play Music) (EE. UU.)	Mas de 40 millones	Si	No	Con publicidad	\$9.99
<b>Tencent Music</b>	2016 (China)	N/A	Si	N/A	Biblioteca limitada con publicidad	RMB 8 <sup>1</sup>
<b>Pandora</b>	2005 (EE. UU.)	30 millones  [2017]	Si	No	Con publicidad, solo modo aleatorio, biblioteca limitada	\$9.99
<b>Amazon Music Unlimited</b>	2016 (EE. UU.)	70 millones	Si	Si	No	\$9.99 <sup>2</sup>
<b>Soundcloud</b>	2007 (Suecia)	265 millones	Si	No	Biblioteca limitada con publicidad	\$9.99
<b>Tidal</b>	2010 (Noruega)	70 millones	Si	Si	No	\$9.99
<b>Resso</b>	2020 (India)	N/A	Si	No	Con publicidad	INR 99

Fuente: Elaborado utilizando datos de los sitios web de las empresas, 2023

Nota: En la siguiente Tabla se puede observar características de algunos de los competidores directos de Spotify en cuanto a tamaño de biblioteca, transmisión de música, y cuotas de suscripción, calidad de audio y fechas de su lanzamiento desde que están en el mercado operando.

## 2.5 Análisis Estructural de la Industria Porter

### 2.5.1 Evolución y Perspectivas de la Industria

Con respecto al ciclo de vida de la industria del *Streaming* en música digital hasta el momento se encuentra en una etapa de Crecimiento, esto significa que la competencia al ser fuerte origina dicho efecto y esto con el fin de obtener una mayor cuota en el mercado por las compañías que buscan un mayor expansión, en consecuencia dicho crecimiento para el 2022 originó que los servicios de transmisión de música reportaron a la industria unos ingresos aproximados de 18.000 MM de USD, esto no solo supuso el incremento de cerca de 2.000 MM de USD con respecto al año anterior, sino que se sigue reforzando este segmento dentro del mercado discográfico; por lo que los ingresos generados por el *streaming* no han dejado de crecer desde su aparición en 2006.

Así como también hay que mencionar que existe un gran número de competidores siendo las principales plataformas las siguientes: Spotify, Apple Music, Amazon, Tencent Music, YouTube y Pandora.

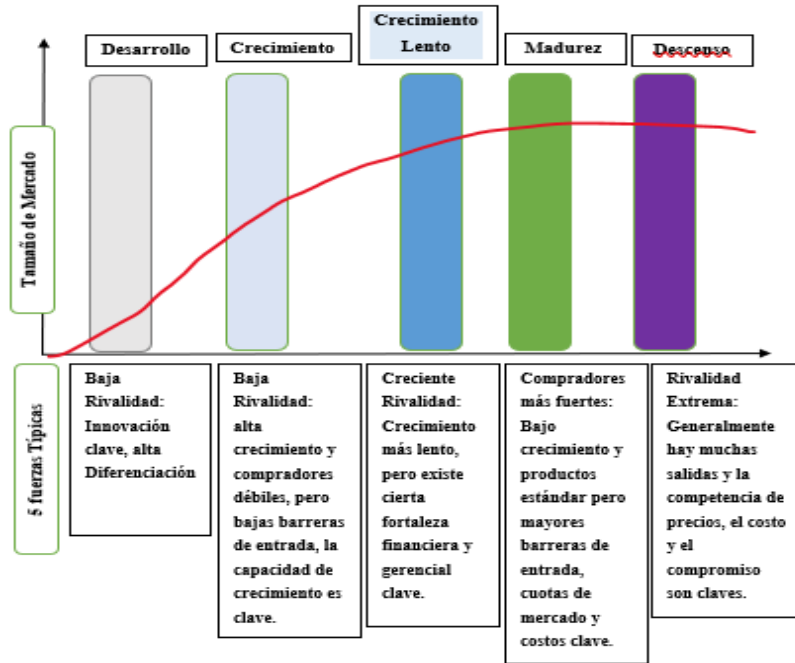
Además, tomando como referencia el indicador del Beta<sup>12</sup> que es una medida de volatilidad en función del riesgo sistémico se encuentra relativamente alto en 1.64, superior al mercado en contraste con otros mercados del *streaming* como los del Video que está en 1.27. Por lo que finalmente estamos ante un mercado en crecimiento, existiendo innovaciones por desarrollar y expansiones hacia otros mercados geográficos, como por ejemplo en las regiones de Latinoamérica y Asia Pacifico.

En la siguiente gráfica, podemos observar en cuanto al ciclo de vida de la Industria del *Streaming* musical, el comportamiento tanto del tamaño de mercado y características que describen cada una de las 5 fuerzas, la etapa en la cual está evolucionando la industria que es la de crecimiento, con las características descritas líneas arriba.

---

<sup>12</sup> Beta: Fuente: <https://www.reuters.com/markets/companies/SPOT.N/key-metrics/price-and-volume>

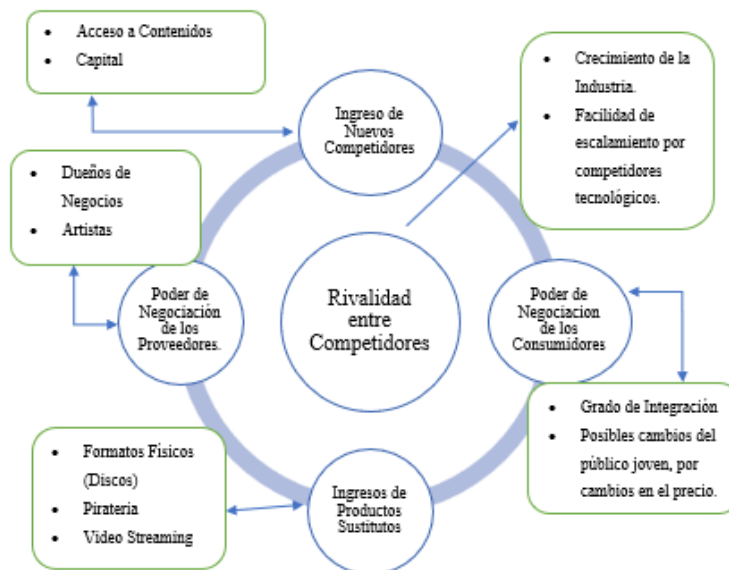
**Figura 16. Ciclo de Vida de la Industria del Streaming Musical**



### 2.5.2 Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter

Según el modelo desarrollado por M. Porter (1979), se presentará el análisis de las 5 fuerzas competitivas para entender el desempeño que muestra una Industria en términos de rentabilidad y posicionamiento estratégico de cada compañía.

**Figura 17. Análisis de las cinco Fuerzas de Porter**



**Tabla 9. Resumen de las cinco fuerzas de Porter**

Fuerzas competitivas	Grado de amenaza o poder	Nivel de atracción de la industria
Amenaza de entrada de nuevos competidores	Baja	
Poder de negociación de clientes	Bajo	
Amenaza de productos sustitutos	Alta	
Poder de negociación de proveedores	Baja	
Rivalidad entre competidores	Alta	

Fuente: Porter, 1980.

**Tabla 10. Amenaza de entrada de nuevos competidores**

Amenaza de entrada de nuevos competidores		Nivel de atracción de la industria		
Factores	Grado de amenaza	Valoración	Peso %	Valor x peso
Moderadas barreras de entrada	Moderado	3	0,14	0,42
Elevadas economías de escala	Bajo	4	0,16	0,64
Alto valor de la marca	Bajo	4	0,14	0,56
Moderados costes de cambio	Medio	3	0,14	0,42
Alto requerimientos de capital	Bajo	5	0,14	0,70
Difícil acceso a la distribución	Bajo	4	0,14	0,56
Altas mejoras en tecnología	Bajo	4	0,14	0,56
	Bajo		Valor pond.	3,90

Promedio

**Tabla 11. Poder de negociación de clientes**

Poder de negociación de clientes		Nivel de atracción de la industria		
Factores	Grado de amenaza	Valoración	Peso %	Valor x Peso
Baja concentración de compradores	Bajo	4	0,14	0,56
Bajo volumen de compra por cliente	Bajo	5	0,16	0,80
Moderado costo de cambio para el cliente	Medio	3	0,14	0,42
Mayor disponibilidad de información	Alto	2	0,14	0,28
Baja capacidad de integración hacia atrás	Bajo	4	0,12	0,48
Mayor ventaja diferencial del producto	Bajo	5	0,20	1,00
Alta sensibilidad del cliente al precio	Alto	2	0,10	0,20
	Bajo		Valor pond.	3,70

Promedio

**Tabla 12. Amenaza de productos sustitutos**

Amenaza de productos sustitutos		Nivel de atracción de la industria		
Factores	Grado de amenaza	Valoración	Peso %	Valor por peso
Alta propensión del comprador a sustituir	Alto	1	0,15	0,15
Bajos precios relativos de los sustitutos	Alto	2	0,25	0,50
Alta facilidad de cambio del comprador	Medio	3	0,25	0,75
Alto nivel percibido de diferenciación de producto	Bajo	5	0,35	1,75
	Alto		Valor pond.	3,20

Promedio

**Tabla 13. Poder de negociación de Proveedores**

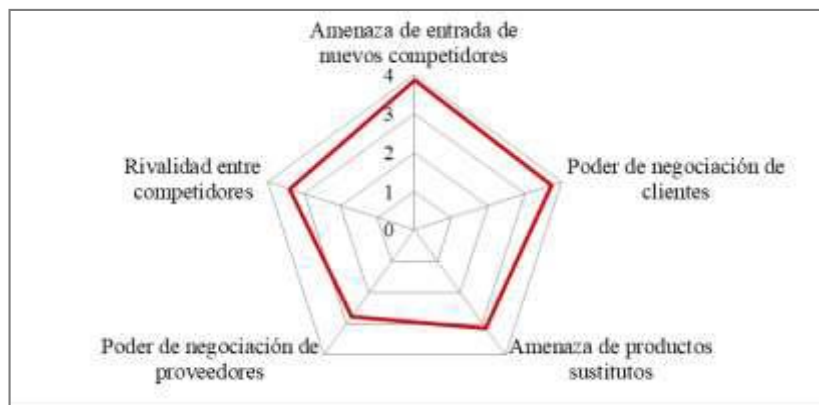
Poder de negociación de proveedores		Nivel de atracción de la industria		
Factores	Grado de amenaza	Valoración	Peso %	Valor por peso
Baja facilidad para cambio de proveedor	Alto	1	0,20	0,20
Bajo grado de diferenciación del producto del proveedor	Bajo	4	0,16	0,64
Baja presencia de productos sustitutos	Alto	1	0,20	0,20

Moderada concentración de proveedores	Medio	3	0,14	0,42
Integración vertical hacia delante de proveedores	Bajo	5	0,10	0,50
Integración vertical hacia atrás de competidores	Medio	4	0,20	0,80
	Medio		Valor pond.	2,80

**Tabla 14. Rivalidad entre competidores**

Rivalidad entre competidores		Nivel de atracción de la industria		
Factores	Grado de amenaza	Valoración	Peso %	Valor por peso
Altos costos de entrada	Bajo	5	0,2	1,00
Bajo crecimiento industrial	Alto	2	0,2	0,40
Altas barreras de salida	Alto	2	0,2	0,40
Moderada diversidad de competidores	Medio	3	0,2	0,60
Valor de la marca	Bajo	5	0,2	1,00
Promedio	Medio		Valor pond.	3,40

**Figura 18. Análisis 5 Fuerzas de Porter Nivel de Atracción para la Industria**



Fuente: Porter, 1980.

## CAPÍTULO III. ANALISIS FINANCIERO

### 3.1. Análisis Vertical y Horizontal de los Estados Financieros

Para poder realizar un buen análisis de los estados financieros incluidos en los anexos (10,11 y 12) se ha partido de los estados financieros auditados presentados a la SEC en formato 20-F, memoria anual, y demás información interna y del sector para poder tener un enfoque claro y poder manifestar las interpretaciones y comentarios. El análisis financiero de Spotify abarca desde el inicio de su listado en bolsa en el 2016 hasta el 2022 utilizando Estados Financieros otorgados al NYSE en euros. Asimismo, el cálculo de los ratios financieros se presenta en el (anexo 13).

En el caso del Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera se observa que dentro de la estructura del activo destacan las cuentas siguientes:

- Se ve un protagonismo importante de la cuenta de efectivo con un 33% del total del activo al 2022. Según el CFO Paul Vogel, “este dinero sirve para sus planes de crecimiento y expansión dentro su incursión en producción de podcasts”<sup>13</sup>.
- Otro componente importante son las inversiones a corto plazo (11% del activo al 2022) realizadas para mantener un manejo óptimo de la tesorería, ya que se invierte en fondos de money market<sup>14</sup>, bonos del gobierno, derivados de moneda para coberturar el riesgo por tipo de cambio, y notas intercambiables.
- Las cuentas de propiedad planta y equipo junto con los leasings de derecho de uso concentran el 10% del total activo al 2022 desde un 4% el 2016. Las propiedades comprenden en sí las oficinas principales localizadas en Estocolmo. Los *leasings* se explican por el arrendamiento de ciertas propiedades bajo contratos de alrededor de 13 años de arrendamiento que se relacionan principalmente con espacio de oficinas.
- Los activos intangibles (4% del activo sin goodwill<sup>15</sup> al 2022) comprenden tecnología desarrollada que es amortizada de manera lineal. Asimismo, considera el contenido de podcast como un intangible donde se capitaliza las comisiones de licencia, los costos directos de producción.
- El goodwill comprende un 15% del total del activo al 2022. Representa los beneficios económicos esperados de activos intangibles adquiridos. En el 2022 la cuenta representa la compra de la plataforma de voz de inteligencia artificial llamada Sonantic por el valor de 93 millones de USD, del cual 66 fue considerado como goodwill. 0 millones de dólares de dicho goodwill es asignado al segmento premium y 16 millones de dólares es asignado al segmento de publicidad.
- Las inversiones de largo plazo han venido disminuyendo en importancia sobre el total de activos en los últimos siete años ya que se ha mantenido de manera estable y comprende la inversión en Tencent Music Entertainment Group.

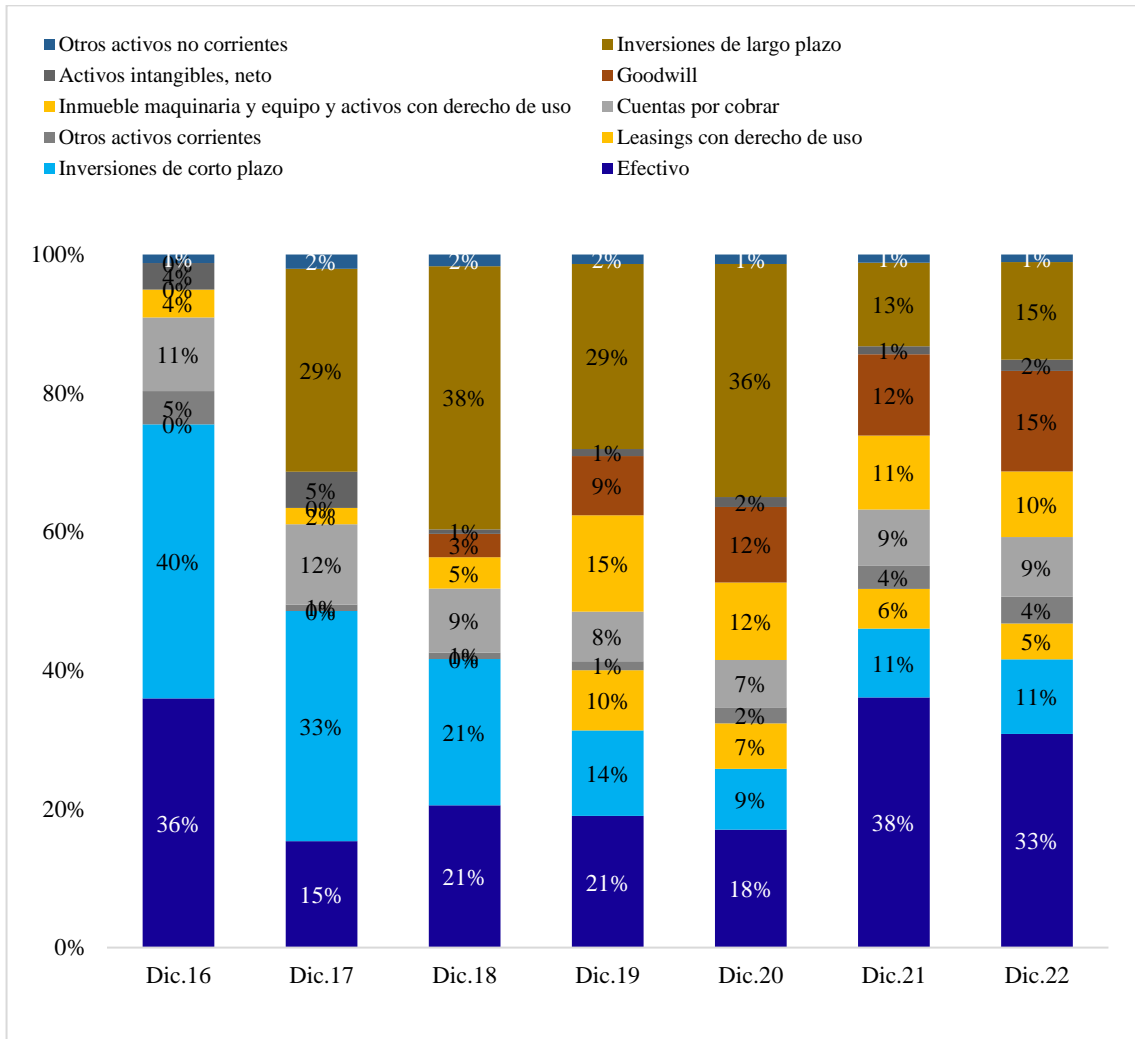
---

<sup>13</sup> <https://www.tubefilter.com/2021/11/22/spotify-expansions-podcast-audiobook-paul-vogel/>

<sup>14</sup> Del inglés money market que significa mercado monetario.

<sup>15</sup> Goodwil. Definición contable que responde a un Activo Intangible

**Figura 19. Evolución de la Estructura de Activos**



Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

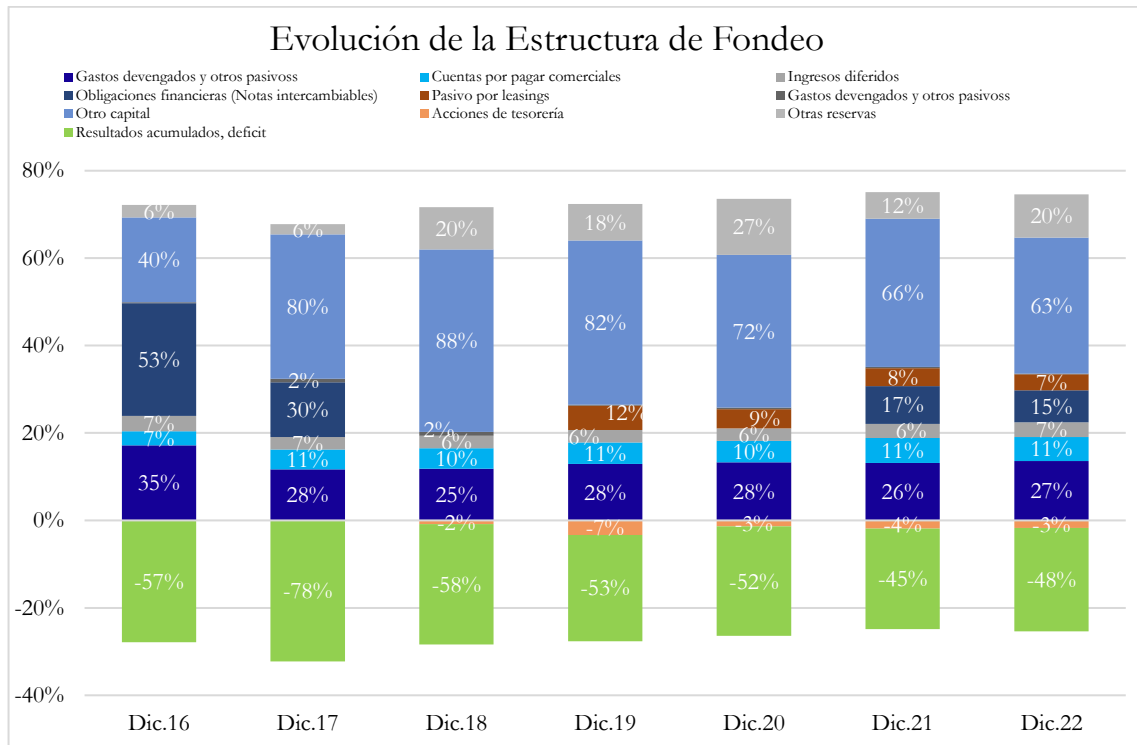
En cuanto a la estructura de financiación, se resaltan ciertas cuentas:

- Se observa que la empresa se encuentra financiada por capital propio, concentrándose cerca al 31% en patrimonio al 2022.
- En relación con el pasivo no corriente, las obligaciones a largo plazo corresponden a pasivos de leasing y a las obligaciones financieras, representando el 22% del total de patrimonio y pasivos. Entre las obligaciones financieras se puede mencionar a pagarés, notas intercambiables (llamadas *exchangeable Notes*<sup>16</sup>) y derivados designados para cubrir ante la variabilidad de la fluctuación de monedas.
- La empresa cuenta con un 57% de activo corriente al 2022 para enfrentar los pasivos corrientes que ascienden a 46%. Por lo tanto, la empresa se encuentra en total capacidad para poder enfrentar sus obligaciones en el plazo menor a un año. Dentro de

<sup>16</sup> exchangeable Notes. Instrumento de deuda que puede intercambiarse por valores de patrimonio.

los pasivos corrientes resalta la cuenta de ingresos diferidos donde se registra las subscripciones anuales que devengan por cada mes que pasa.

**Figura 20. Evolución de la Estructura de Fondo**



Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

En cuanto a la estructura del patrimonio, se observa que:

- Los resultados acumulados se han ido incrementando en montos negativos en los períodos de evaluación. En el 2020 hubo una pérdida de 581 millones de euros, en el 2021 34 millón y en el 2022 430 millón. Asimismo, la cuenta de acciones en tesorería afecta de manera negativa a la cuenta patrimonio, pero en menor proporción. Desde el 2018, la empresa decidió recomprar acciones, los cuales se registran como acciones de tesorería.
- Para los años 2022 y 2021, Spotify recompró, en total, 1,209,040 y 2,458,324 de sus propias acciones ordinarias, respectivamente, y reemitió 1,106,597 y 2,397,198 acciones propias, respectivamente, tras el ejercicio de opciones sobre acciones. Al 2022 y 2021, la se cuenta con 3.565.542 y 3.463.099 acciones ordinarias en cartera, respectivamente. Cuando las acciones propias se reemiten se refleja como un aumento del patrimonio en la cuenta otro capital. Dicha cuenta ha crecido en menor cuantía en los últimos años: 9% el 2020, 4% el 2021 y 1% el 2022.

- El crecimiento de la cuenta “Otras reservas” responde a la emisión de acciones con opción a los empleados lo cual inyecta capital cada año. Los empleados del Grupo y los miembros del consejo de administración reciben una remuneración en forma de compensación basadas en acciones, mediante las cuales los empleados y el consejo de administración prestan servicios a cambio de instrumentos de patrimonio. Cada opción tiene derecho a comprar una acción ordinaria. Asimismo, en esta cuenta se encuentran los warrants de Daniel Ek. Para ejemplificar dicho instrumento, el 1 de julio de 2019, Ek invirtió 14,6 millones de euros para comprar warrants de la empresa que le dan derecho a adquirir 800.000 acciones de Spotify a un precio de 190,09 dólares por acción. Los warrants vencían el 1 de julio de 2022. Dado que los 800.000 warrants costaron 14,6 millones de euros, cada warrant costó 18,25 euros. Por último, la cuenta comprende todo lo referido a “*other comprehensive income*” es decir ajustes por tipo de cambio, ajustes por el pasivo de la pensión de los empleados, ganancia no realizada de instrumentos financieros y ganancia no realizada por instrumentos derivados.

Según el Análisis Vertical del Estado de Resultados para Spotify se realiza tomando como base los ingresos o ventas netas de cada año. Se observa que el costo de ventas en los años 2021 y 2022 representa un nivel de 73% y 75% en relación con las ventas, menor que en los otros períodos en términos porcentuales (86% el 2016).

Esto se debe a que a los contratos de compromiso con las empresas discográficas se renuevan cada dos de acuerdo con la realidad vigente para esos años. Esto es similar a la empresa comparable Netflix la cual tiene costos por derechos de reproducción los cuales son alrededor del 60% a fin del 2022. Normalmente, la empresa tiene como reto mantener estándares eficientes en la gestión de estos contratos.

#### **Tabla 15. Análisis Vertical Estado de Resultados**

	Análisis vertical						
	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Premium	90%	90%	90%	90%	91%	88%	87%
Ad-Supported	10%	10%	10%	10%	9%	12%	13%
Costo de ventas	-86%	-79%	-74%	-75%	-74%	-73%	-75%
Premium	-75%	-70%	-66%	-66%	-65%	-62%	-63%
Ad-Supported	-11%	-9%	-8%	-9%	-9%	-11%	-12%
Utilidad Bruta	14%	21%	26%	25%	26%	27%	25%
Total de gastos operativos	-25%	-30%	-27%	-27%	-29%	-26%	-31%
Investigación & Desarrollo	-7%	-10%	-9%	-9%	-11%	-9%	-12%
Ventas y marketing	-12%	-14%	-12%	-12%	-13%	-12%	-13%
Gastos Generales y administrativo	-6%	-6%	-5%	-5%	-6%	-5%	-5%
Utilidad Operativa	-12%	-9%	-1%	-1%	-4%	1%	-6%
Ingresos Financieros	5%	3%	9%	4%	1%	3%	4%
Costos financieros	-11%	-24%	-11%	-5%	-6%	-1%	-1%
Resultado antes de IR	-18%	-30%	-3%	-2%	-9%	3%	-3%
Impuesto a las Ganancias	0%	0%	-2%	1%	-2%	3%	1%
Utilidad Neta	-18%	-30%	-1%	-3%	-7%	0%	-4%
Depreciación	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Amortización	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	-11%	-8%	0%	0%	-2%	2%	-4%

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

El costo de ventas consiste principalmente en regalías y costos de distribución relacionados con la transmisión de contenido. Generalmente, las regalías del Servicio Premium se basan en un porcentaje de ingresos y una cantidad por usuario, el mayor. Regalías para el servicio con publicidad suelen ser un porcentaje de los ingresos relevantes, aunque ciertos acuerdos se basan en el mayor entre un porcentaje de los ingresos relevantes y una cantidad por cada vez que se transmite una grabación sonora y una composición musical. Esta cuenta es alrededor del 75% al final del 2022.

La partida investigación y desarrollo es importante porque la participación del usuario y la satisfacción del cliente en nuestra plataforma, así como el crecimiento orgánico en las MAU<sup>17</sup>. Nuestro objetivo es diseñar productos y funciones que creen y mejoren las experiencias del usuario, y las nuevas tecnologías son el núcleo de muchos de estos. Los gastos de investigación y desarrollo representaron el 12%, el 9% y el 11% de nuestros ingresos totales en 2022, 2021 y 2020, respectivamente.

En cuanto a los gastos operacionales, en relación con los de administración, se observa una disminución en términos porcentuales, esto se debe al mayor incremento de ventas netas en los años de referencia. Está compuesto principalmente por cargas de personal como son las remuneraciones y demás beneficios sociales de los centros de costo de gerencia general, marketing, ventas, administración y finanzas. Adicionalmente, están los costos fijos como

<sup>17</sup> De las siglas en inglés (Monthly Active Users) que significa Usuarios Activos Mensuales.

son mantenimiento de edificaciones, servicios públicos, asesorías, gastos corrientes entre otros. En cuanto a los gastos de ventas, está compuesto principalmente por remuneraciones, comisiones, beneficios sociales, viáticos, pasajes entre otros. En el período de evaluación varía entre 12-13% en relación con las ventas. Los gastos financieros no son significativos, lo cual es típico de las empresas tecnológicas que se sostienen mayormente con capital propio.

A continuación, se detallan las cuentas principales del Análisis Horizontal del Estado de Situación Financiera En relación con los activos, el Efectivo y Equivalente de Efectivo tiene una variación promedio positiva del 461% en el periodo comprendido entre 2016 y 2022 y esto se debe al incremento en ventas netas de suscripciones. El año 2021 destaca ya que en este se obtuvo el nivel más alto de ventas debido a la pandemia y el uso de internet en casa. Seguidamente, destaca Cuentas por Cobrar comerciales ya que tiene una variación positiva promedio de 209% entre 2016 y 2022 y esto se debe a la ampliación de los contratos a con los clientes y los acuerdos sobre las cobranzas.

**Tabla 16. Análisis Horizontal del activo del Estado de Situación Financiera**

	Análisis horizontal					
	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Efectivo	-36.8%	86.8%	19.5%	8.1%	138.4%	-9.5%
Cuentas por cobrar	61.4%	11.1%	0.5%	15.4%	33.8%	11.1%
Impuesto a la renta			100.0%	0.0%	25.0%	0.0%
Inversiones de corto plazo	24.3%	-11.3%	-24.4%	-13.9%	26.8%	14.7%
Otros activos corrientes	-71.3%	31.0%	78.9%	122.1%	62.9%	24.8%
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>-0.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>84.8%</b>	<b>-0.5%</b>
Leasings con derecho de uso				-9.2%	-1.6%	-4.6%
Inmueble maquinaria y equipo, neto	-14.1%	169.9%	47.7%	7.6%	18.8%	-6.5%
Goodwill			227.4%	54.0%	21.5%	30.6%
Activos intangibles, neto	102.5%	-82.7%	107.1%	67.2%	-8.2%	42.7%
Inversión en asociada		-100.0%				
Inversiones de largo plazo		80.9%	-9.1%	52.1%	-59.8%	24.2%
Otros activos	134.8%	20.4%	6.2%	13.0%	-1.3%	1.3%
Activos diferidos	200.0%	-11.1%	12.5%	66.7%	-13.3%	-38.5%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>533%</b>	<b>73%</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>-29%</b>	<b>17%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

En relación con los pasivos, destaca Cuentas por pagar comerciales ya que tiene una variación positiva promedio de 508% respectivamente debido a que el volumen de ventas se incrementa en los últimos años. Finalmente, se observa una tendencia creciente. Asimismo, los ingresos recibidos por adelantado representan un crecimiento promedio compuesto de 23% desde el 2016 hasta el 2022. Estos se encuentran en la cuenta de ingresos diferidos.

**Tabla 17. Análisis Pasivos**

	Análisis horizontal					
	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Cuentas por pagar comerciales	145%	25%	29%	16%	24%	7%
Impuesto a la renta	50%	-22%	29%	0%	156%	-52%
Ingresos diferidos	45%	19%	24%	19%	21%	14%
Gastos devengados y otros pasivos	20%	22%	34%	22%	5%	14%
Provisiones	4%	-29%	-69%	54%	10%	18%
Pasivos de derivados	164%	-4%	-67%	-5%	-15%	-76%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>52%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>
Obligaciones financieras (Notas intercambiables)	-15%	-100%				-6%
Pasivo por leasings				-7%	0%	-4%
Gastos devengados y otros pasivos	460%	52%	-76%	110%	-12%	-24%
Provisiones para contingencias	50%	0%	-67%	0%	250%	-57%
Pasivos de impuestos diferidos		-33%	0%	-100%		
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>-10%</b>	<b>-91%</b>	<b>595%</b>	<b>-4%</b>	<b>194%</b>	<b>-6%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>23%</b>	<b>-22%</b>	<b>38%</b>	<b>14%</b>	<b>43%</b>	<b>4%</b>

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

En relación con el patrimonio neto, destacan los resultados acumulados y las reservas. Estos últimos tienen un incremento promedio positivo de 1147% entre 2016 y 2022, lo cual responde al éxito del plan de compensación por acciones estratégico con sus empleados realizado por la gerencia. Se observa que su incremento es sostenido.

**Tabla 18. Análisis Patrimonio**

	Análisis horizontal					
	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Capital social						
Otro capital	200%	53%	10%	9%	4%	1%
Acciones de tesorería			381%	-53%	49%	1%
Otras reservas	45%	394%	6%	83%	-49%	78%
Resultados acumulados, deficit	104%	3%	8%	21%	-2%	13%
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>-199%</b>	<b>780%</b>	<b>-3%</b>	<b>38%</b>	<b>-24%</b>	<b>13%</b>
<b>Patrimonio Neto y Pasivo</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

A propósito del Análisis Horizontal del Estado de Resultados, el aumento de los resultados responde a la aplicación del planeamiento estratégico desde la salida a bolsa en el periodo 2018

en adelante, donde se observa un crecimiento sostenido y ligero de ingresos. Del 2016 al 2021, se observa un crecimiento promedio ponderado de 26%.

Luego se observa un aumento en los costos de ventas de acuerdo con la implementación de la estrategia diferenciada que va desde la creación de contenido como podcasts y contratación de estrellas exclusivas. En el gasto de investigación y desarrollo se encuentra mayor variación en el último año donde se invierte en mayor tecnología asociado a una mejor oferta para desarrollo de podcasts.

**Tabla 19. Análisis Horizontal Estado de Resultados**

	Análisis horizontal					
	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Ventas	39%	29%	29%	16%	23%	21%
Premium	38%	28%	29%	17%	19%	21%
Ad-Supported	41%	30%	25%	10%	62%	22%
Costo de ventas	27%	21%	29%	16%	21%	24%
Premium	29%	21%	28%	15%	17%	23%
Ad-Supported	13%	19%	35%	23%	48%	33%
Utilidad Bruta	112%	59%	27%	17%	29%	13%
Total de gastos operativos	64%	14%	29%	29%	8%	44%
Investigación & Desarrollo	91%	24%	25%	36%	9%	52%
Ventas y marketing	54%	9%	33%	25%	10%	39%
Gastos Generales y administrativo	51%	7%	25%	25%	2%	39%
Utilidad Operativa	8%	-89%	70%	301%	-132%	-801%
Ingresos Financieros	-22%	286%	-40%	-66%	162%	71%
Costos financieros	188%	-40%	-43%	53%	-82%	45%
Resultado antes de IR	130%	-86%	-24%	441%	-135%	-249%
Impuesto a las Ganancias	-50%	-4850%	-158%	-333%	-321%	-79%
Utilidad Neta	129%	-94%	138%	212%	-94%	1165%
Depreciación	44%	-54%	238%	21%	9%	26%
Amortización	33%	38%	45%	56%	32%	61%
EBITDA	4%	-97%	-227%	-1400%	-221%	-321%

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

Con respecto al Análisis Vertical del Estado de Flujo de Efectivo, podemos observar que la empresa tiene dificultades a nivel del flujo de caja operativo. Al 2022, el porcentaje de flujo de caja de efectivo sobre ventas es de 2%. Por el lado de inversiones, se invierte alrededor de 3% sobre las ventas al 2022, lo cual era mayor en el 2016 (28%).

**Tabla 20. Análisis Vertical Estado de Flujo de Efectivo**

	Análisis vertical						
	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Utilidad neta	-71%	-259%	-9%	-17%	-50%	-1%	-17%
Ajustes	50%	204%	18%	31%	51%	18%	14%
Cambios en capital de trabajo	35%	92%	29%	40%	22%	-3%	5%
Efectivo en actividades de operación	13%	38%	39%	54%	23%	13%	2%
Efectivo en actividades de inversión	-110%	-91%	-2%	-20%	-32%	-7%	-17%
Efectivo en actividades de financiamiento	121%	7%	10%	-19%	25%	46%	-2%
Aumento neto	25%	-47%	46%	14%	15%	52%	-17%
Diferencia de cambio	-4%	-12%	0%	2%	-7%	6%	6%
Efectivo a inicios de año	79%	158%	54%	84%	93%	42%	111%
Efectivo al final del año	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reporte 20-F, SEC. Elaboración Propia 2023

En el caso del análisis horizontal, se ha dado una reducción bastante considerable del flujo de cada operativo del 2021 al 2022, alrededor del 87%. Por lado del estado de flujo de inversiones si existe bastante variabilidad dado los montos diversos que implican las adquisiciones de negocios tecnológicos. De la misma manera, el flujo de caja de financiamiento expone la misma variabilidad a causa de los montos diferentes de ejecución de opciones de acciones.

**Tabla 21. Análisis Horizontal del Estado de Flujo de Efectivo**

	Análisis horizontal					
	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Utilidad neta	129%	-94%	138%	212%	-94%	1165%
Ajustes	157%	-83%	107%	74%	-17%	-29%
Cambios en capital de trabajo	68%	-41%	63%	-39%	-134%	-248%
Efectivo en actividades de operación	77%	92%	67%	-55%	39%	-87%
Efectivo en actividades de inversión	-47%	-95%	891%	71%	-50%	126%
Efectivo en actividades de financiamiento	-96%	171%	-321%	-240%	339%	-103%
Aumento neto	-217%	-286%	-63%	13%	728%	-129%
Diferencia de cambio	75%	-100%		-491%	-297%	-8%
Efectivo a inicios de año	26%	-37%	87%	20%	8%	138%
Efectivo al final del año	-37%	87%	20%	8%	138%	-10%

Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018,2019, 2020,2021,2022, SEC. Elaboración Propia 2023

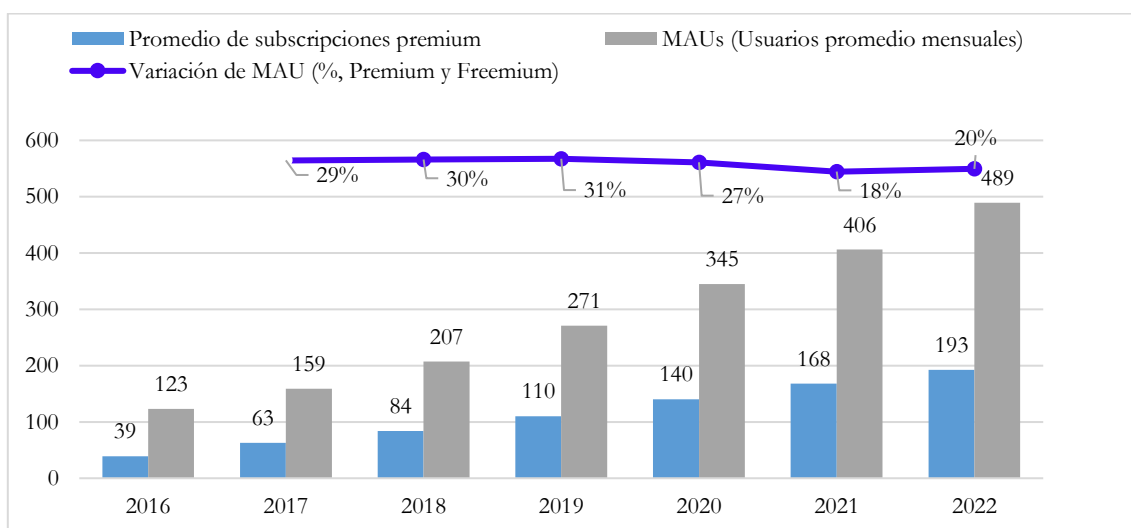
### 3.2. Evolución y composición de los ingresos

La base de crecimiento de las ventas de Spotify subyace en la habilidad de expandir y monetizar la base de suscriptores, al aumentar el número de suscripciones. Los suscriptores utilizan la aplicación de manera gratuita escuchando publicidad. Posterior y voluntariamente acceden a un pago suscribiéndose a la categoría llamada premium donde pueden crear sus propias listas de reproducción y otros atributos. Es por esta razón que existen ingresos por esas dos

categorías: (Ingresos Premium o de pago e Ingresos por Publicidad o gratuitos). De igual forma, Spotify vigila el recuento de total de usuarios (MAU) como el recuento total de usuarios con publicidad y suscriptores Premium.

Para los Ingresos premium en los años terminados al 31 de diciembre de 2022 y 2021, los ingresos premium representaron el 87 % y el 88% de los ingresos totales, respectivamente. Para el año terminado el 31 de diciembre de 2022, en comparación con 2021, los ingresos premium aumentaron en 1.791 millones de euros o un 21 %. El aumento se debió principalmente a un aumento en el número de Suscriptores Premium y un aumento del ingreso por usuario (llamado indicador ARPU Average Revenue Per User), como se señaló anteriormente.

**Figura 21. Composición de Ingresos**



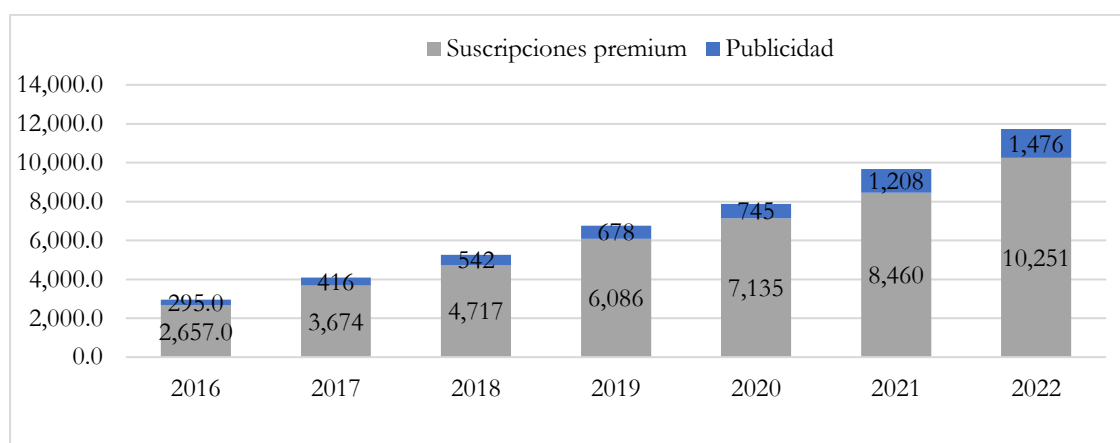
Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

Adicionalmente con respecto a los Ingresos con publicidad, para los años terminados el 31 de diciembre de 2022 y 2021, dichos ingresos representaron el 13 % y el 12 % de ingresos totales, respectivamente. Para el año terminado al 31 de diciembre de 2022, en comparación con 2021, los ingresos con publicidad aumentaron en 268 millones de euros o un 22 %. Este aumento se debió principalmente al crecimiento de las impresiones musicales vendidas y crecimiento en CPM<sup>18</sup> (costo por 1.000 impresiones), que incrementó los ingresos en los canales directos y programáticos en 127 millones de euros. Venta de anuncios de podcasts, con el apoyo de crecimiento en impresiones de podcast vendidas y CPM, y la plataforma de autoservicio

<sup>18</sup> CPM: Modelo pago por publicidad en internet. Su nombre viene del inglés Cost per mille también llamado CPT (Cost per thousand). En castellano la traducción de CPM es coste por mil impresiones. Existen otras modalidades de pago en la publicidad online: CPA: Coste por acción CPC: Coste por clic

también contribuyó con 123 millones de euros a los ingresos durante el año finalizado el 31 de diciembre de 2022. El movimiento general del euro en relación con ciertas monedas extranjeras, principalmente el dólar estadounidense, para el año que finalizó el 31 de diciembre de 2022, en comparación con 2021, tuvo un impacto neto favorable en los ingresos. Se estima que los ingresos totales para el año finalizado el 31 de diciembre de 2022 habrían sido aproximadamente 682 millones de euros inferiores si los tipos de cambio se habían mantenido consistentes con los tipos de cambio para el año finalizado el 31 de diciembre de 2021.

**Figura 22. Evolución Ingresos por Tipo de usuarios**

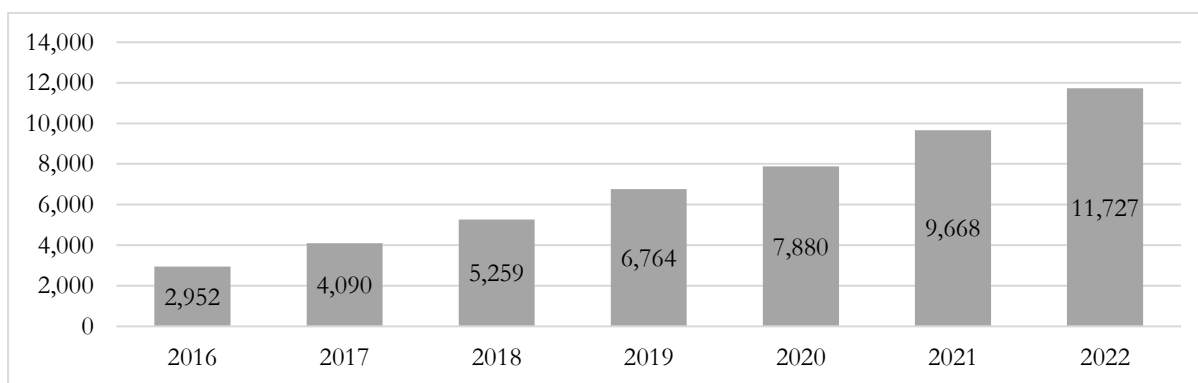


Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

Con relación a la evolución de los ingresos por tipos de usuarios, En 2022, los ingresos procedentes de los usuarios de pago ascendieron a aproximadamente 10.251 millones de euros, lo que significó un incremento de más de 1.700 millones con respecto al año anterior. Por su parte, los usuarios de cuentas gratuitas con publicidad reportaron unos ingresos de 1.476 millones de euros a nivel mundial en 2022.

Se puede observar, que los niveles de ingresos generados tienen un crecimiento compuesto de 26% desde el 2016 al 2022. La empresa logra que alrededor de la mitad de sus usuarios se decidan por una suscripción premium. El año 2021 fue un año de aumento de ventas relevante gracias a las restricciones producto de la pandemia. Los ingresos, al 2021, ascendieron a EUR 9,668 MM, un crecimiento del +23% con respecto al 2020. Esto va relacionado con el volumen de suscripciones premium, el cual incrementó +20%, representado por 168 millones de suscripciones premium.

**Figura 23. Ventas en millones de euros**



Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

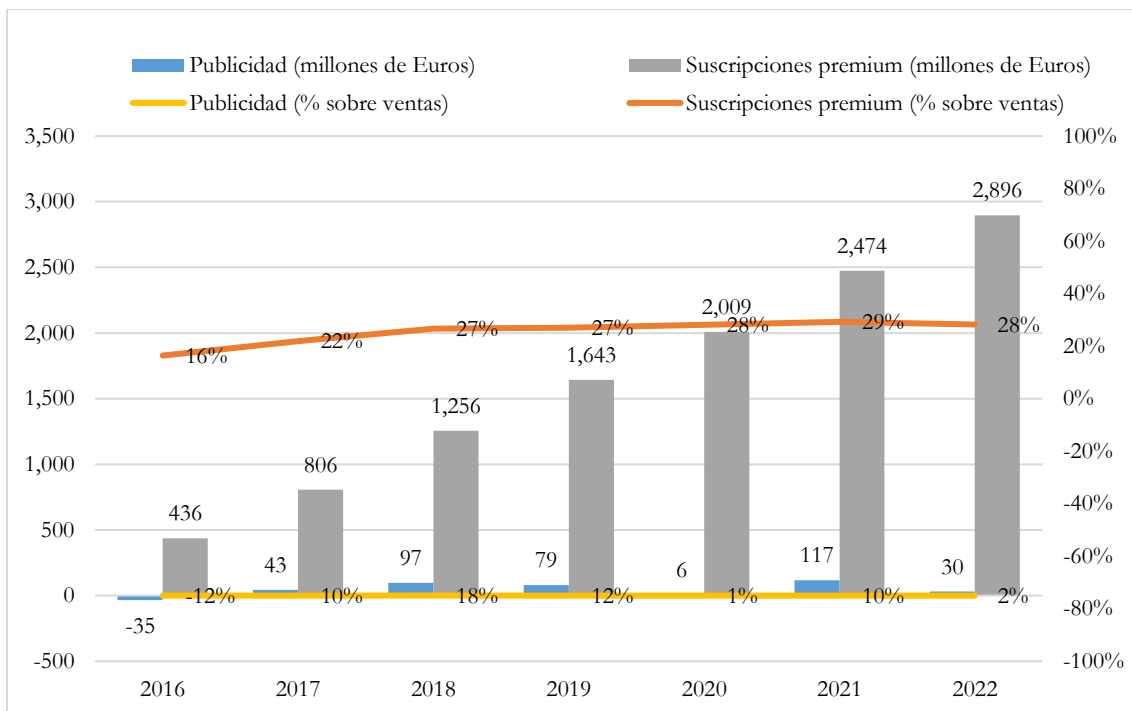
### 3.3. Evolución y composición del Costo de Ventas

El mayor margen bruto por las suscripciones premium con respecto a la unidad de publicidad refleja que la Empresa considera la versión freemium con publicidad como una inversión, ya que 60% de sus suscriptores vienen de dicha opción. Según Daniel Ek<sup>19</sup>, “Por lo general, atraemos a las personas al servicio gratuito, se quedan, se involucran, aprenden los comportamientos de los usuarios y luego, con el tiempo, sienten que hay un valor enorme aquí y luego se convierten en clientes de pago. Ésa es la estrategia macro detrás de la cual estamos invirtiendo.”. Por otro lado, la versión de pago contiene acceso exclusivo a eventos de streaming de música los cuales pueden producir alrededor del 40% de márgenes. Este producto tiene mayor presencia dentro de los costos e ingresos, gracias a la oferta de podcasts exclusivos y originales, donde las impresiones de publicidad y el costo por 1000 impresiones en estos podcasts ha aumentado en doble dígito, según la empresa. Por otro lado, un artista independiente recibe USD 0.003 por stream de canción en Spotify mientras que en Apple music

<sup>19</sup> Q1 2020 Earnings Call, Bloomberg

recibe USD 0.012 y en IheartRadio recibe USD 0.017, lo cual muestra las eficiencias establecidas en Spotify<sup>20</sup>.

**Figura 24. Margen Bruto por Negocios**



Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

### 3.4. Evolución y Composición del GOODWILL

El goodwill es el exceso del fair value de la compra sobre el fair value de los activos y pasivos resulta un 15% del activo al 2022 y constituyen compras de empresas que aportan a Spotify con tecnología desarrollada, marcas, relaciones comerciales, relaciones publicitarias y patentes. Son reconocidas inicialmente por el monto de la adquisición y actualizadas cada año.

<sup>20</sup> A music artist says Apple Music pays her 4 times what Spotify does per stream – Business Insider

**Tabla 22. Transacciones de Spotify**

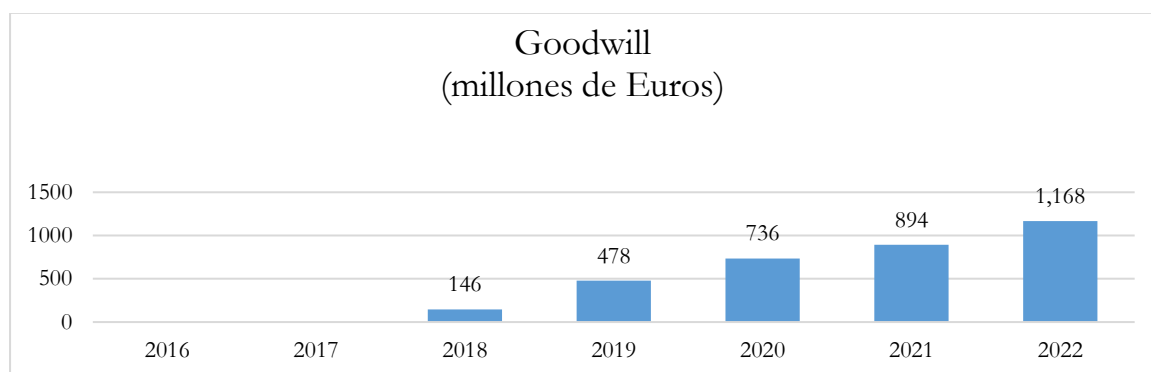
Transacciones de Spotify	
Feb-22	El Grupo adquirió el 100% de In Defense of Growth Inc. ("Podsights") y Chartable Holding, Inc. ("Chartable") para proporcionar servicios mejorados de medición y análisis de anuncios de podcasts. Estas adquisiciones permiten al Grupo expandir y escalar su monetización de podcasts y su oferta de productos para anunciantes y editores.
Jun-22	El Grupo adquirió el 100% de Findaway World, LLC ("Findaway"), una plataforma de distribución de audiolibros digitales. La adquisición permite al Grupo acelerar su oferta de contenidos de audiolibros. El valor razonable de la contraprestación de compra fue de 117 millones de euros en efectivo, pagado al cierre.
Jun-22	El Grupo adquirió el 100% de Sonantic Limited ("Sonantic"), una plataforma de voz con inteligencia artificial. Esta adquisición permite al Grupo ampliar las capacidades de texto a voz en toda la plataforma del Grupo.
Jun-21	El Grupo adquirió el 100% de Podz, Inc. ("Podz"), una empresa de tecnología centrada en la experiencia de descubrimiento de podcasts. El valor razonable de la contraprestación de compra fue de 45 millones de euros, con 36 millones de euros en efectivo pagados al cierre y 9 millones de euros en contraprestación diferida.
Mar-21	El Grupo adquirió el 100% de Betty Labs Incorporated ("Betty Labs"), una empresa de tecnología y creación de contenido enfocada en crear experiencias innovadoras de audio en vivo. La adquisición permite al Grupo acelerar su entrada en el espacio del audio en vivo.
Abr-19	El Grupo adquirió Cutler Media, LLC ("Parcast"), un estudio de podcasts de narración de primer nivel. En el precio de compra se incluyeron 13 millones de euros relacionados con el valor razonable estimado de la contraprestación contingente.

Fuente: Bloomberg.

Entre el 2020 y 2022 el nivel de las inversiones en otras empresas fue alto en comparación con los años iniciales. El promedio anual invertido en el período 2016-2022 fue de EUR580MM.

Las inversiones en dicho periodo se debieron a compras de compañías de software. Es claro que la estrategia de la Empresa es tratar de invertir en todo lo que sume investigación y desarrollo para se estimule la creación de contenido de parte de artistas. Las compras han sido financiadas con capital propio.

**Figura 25. Goodwill, en millones de euros**



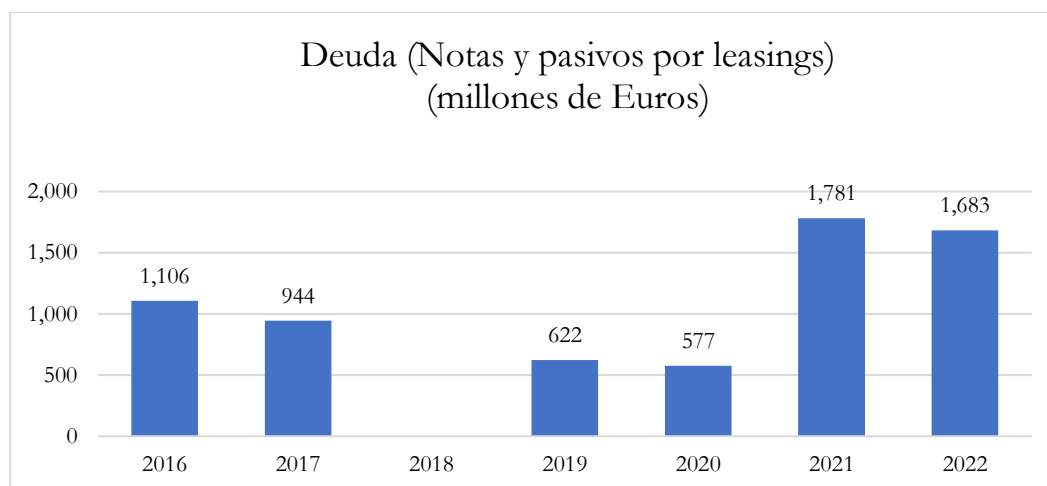
Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

### **3.5. Evolución y Composición de la Deuda Financiera**

Al 2022, la deuda tiene una cuenta de EUR 1,683MM, la cual se ha reducido un 2% desde el 2021 al 2022. Estas obligaciones financieras están compuestas mayormente por notas intercambiables. Esta colocación es privada con información confidencial en referencia a estructurador y rating. Pero tiene una condición importante de intercambio. A partir del 15 de diciembre de 2025, los tenedores de bonos podrán canjearlos en cualquier momento a su elección hasta el cierre de operaciones del segundo día de negociación programado inmediatamente antes de la fecha de vencimiento. Spotify liquidará los intercambios pagando o entregando, según corresponda, efectivo, acciones ordinarias de Spotify o una combinación de efectivo y acciones ordinarias de Spotify, a elección de Spotify. El tipo de cambio inicial es de 1,9410 acciones ordinarias por cada 1.000 dólares de monto principal de pagarés, lo que representa un precio de cambio inicial de aproximadamente 515,20 dólares por acción

ordinaria. Los tenedores de los Bonos Intercambiables pueden, sujeto a una excepción limitada según el Contrato de Fideicomiso, exigir recompra de sus Bonos Intercambiables luego de ciertos cambios fundamentales según el Contrato de Fideicomiso a un precio de recompra en efectivo generalmente igual al monto principal de los Bonos Intercambiables a recomprar, más Intereses especiales y adicionales, si los hubiere, devengados y no pagados.

**Figura 26. Deuda (Notas y Pasivos por Leasing)**



Fuente: Reporte 20-F 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, SEC. Elaboración Propia 2023

### 3.6. Política de dividendos

De acuerdo con el reporte anual de la Empresa, Spotify nunca ha declarado dividendos en efectivo sobre el capital social ni se espera pagarlo en el futuro previsible. La empresa tiene como política retener cualquier ganancia futura para capital de trabajo y fines corporativos.

### 3.7. Análisis de Ratios Financieros

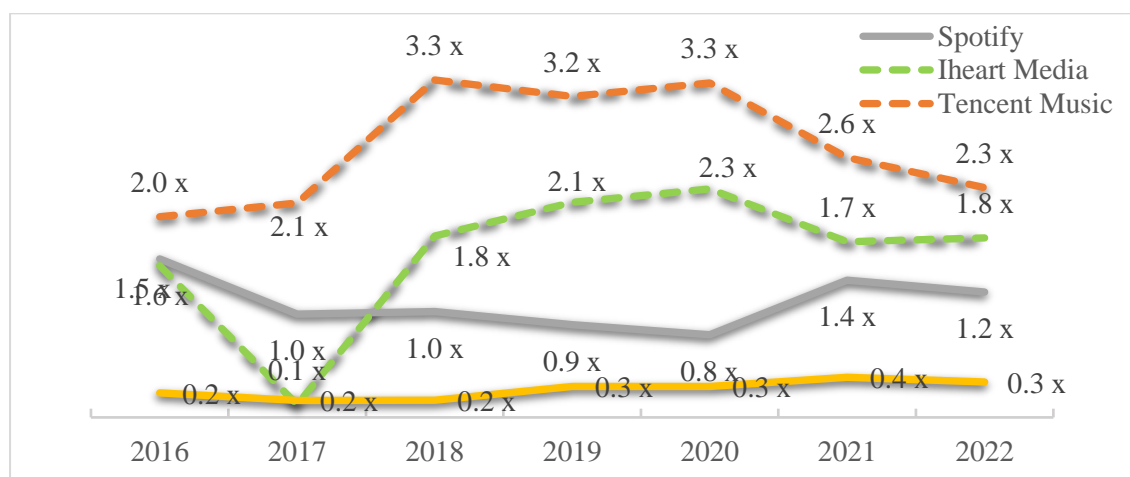
Continuando con la evaluación de los estados financieros y teniendo un alcance general de la situación financiera de la empresa y gestión del desempeño, y precisiones analizadas, vamos a evaluar la situación de Spotify en términos de; liquidez, gestión, solvencia y rentabilidad.

### 3.7.1. Ratios de Liquidez

#### 3.7.1.1. Liquidez General

En cuanto al ratio corriente, notamos que su valor está experimentando una tendencia constante, el cual se ha mantenido entre 0.8 y 1.6. En todos los períodos el índice sale mayor a 1 salvo el 2020 y 2019. Los valores sugieren que Spotify no enfrenta ningún inconveniente para poder afrontar las obligaciones corrientes en el corto plazo a menores niveles que Iheart Media y Tencent Music. Empero, si esta ratio continúa decreciendo, resultaría una alerta sobre la capacidad de cobranza de clientes y manejo de efectivo.

Figura 27. Liquidez Corriente

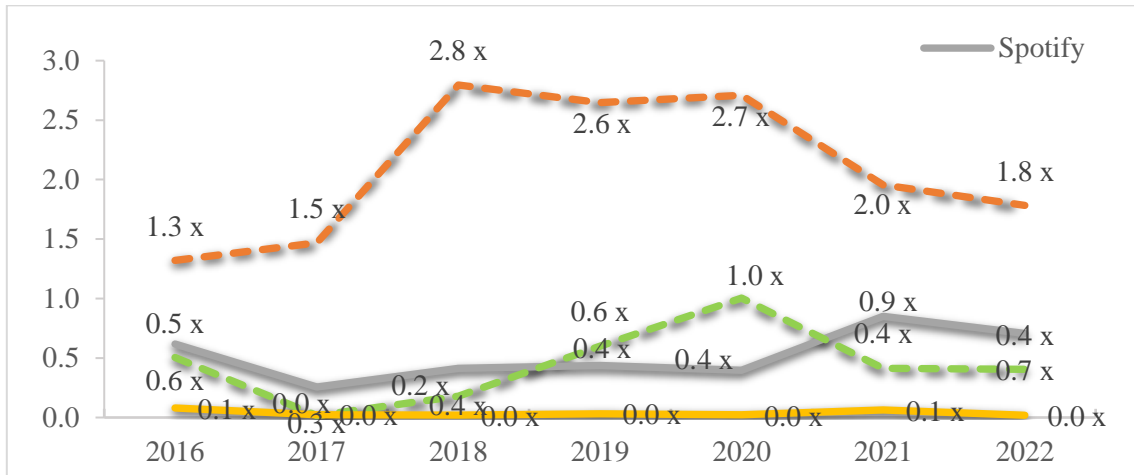


Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia 2023

#### 3.7.1.2. Cash Ratio

En este ratio se considera únicamente la caja y disponible. El tener índices cercanos a 1, o como en el último año en 1, lo cual coloca a la empresa en un escenario que así no venda sus existencias puede afrontar sus obligaciones en el corto plazo. En suma, la empresa cuenta con índices poco satisfactorios de liquidez en los períodos analizados que le permite cumplir con sus obligaciones en el corto plazo con dificultades. Sin embargo, parece que es una característica de las empresas que se dedican al mismo giro de negocio dado que Sirius FM y IHeart Media también tienen niveles debajo de 1.

**Figura 28. Cash Ratio**

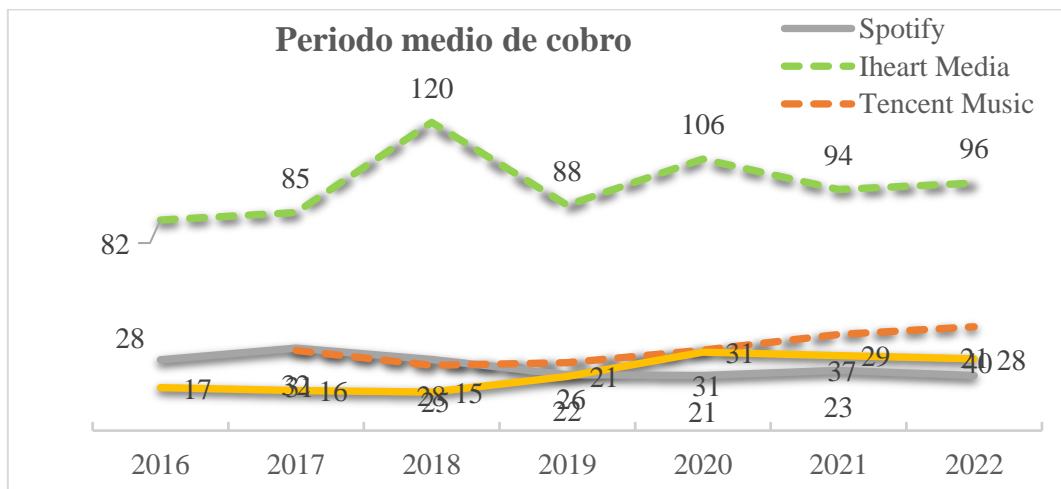


Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia 2023

### 3.7.2. Ratios de Gestión

#### 3.7.2.1. Días de cuentas por cobrar:

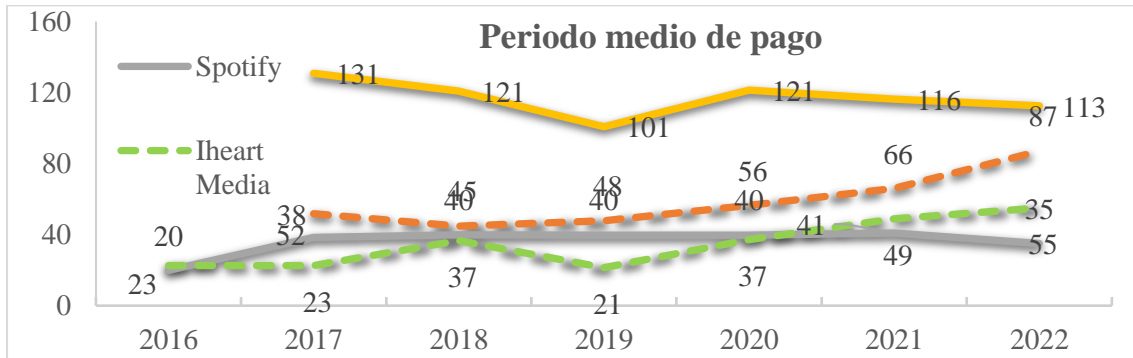
**Figura 29. Periodo medio de cobro**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia 2023

Las cifras en los períodos evaluados muestran que la gestión de cobranza ha sido efectiva y parecida a Tencent Music y Sirius FM. Al ser un negocio digital, la cobranza a clientes resulta rápida y automática e incluso adelantada como es el caso de las suscripciones anuales.

**Figura 30. Periodo medio de Pago**

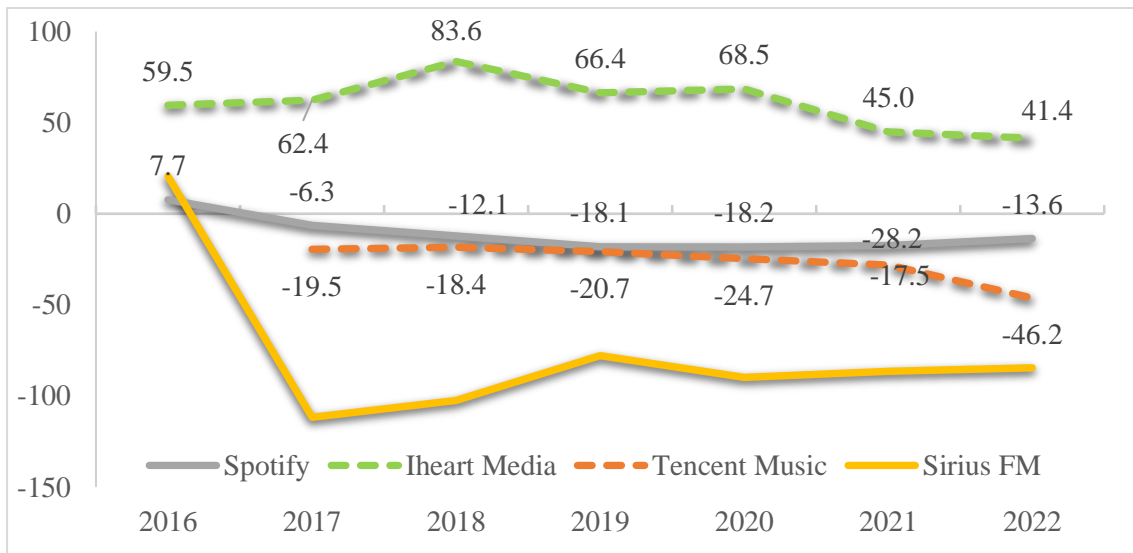


Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia 2023

### 3.7.2.2. Días de las cuentas por pagar:

El índice se mantiene entre 20 y 41 días en el periodo analizado. En consecuencia, el período de pago a los proveedores promedio muestra que se está manejando menos eficiente los pagos a comparación de Sirius FM y Tencent Music. En sí, las empresas que brindan estos servicios no cuentan con inventarios en el Balance General, lo que indica que el ciclo de conversión de efectivo es negativo.

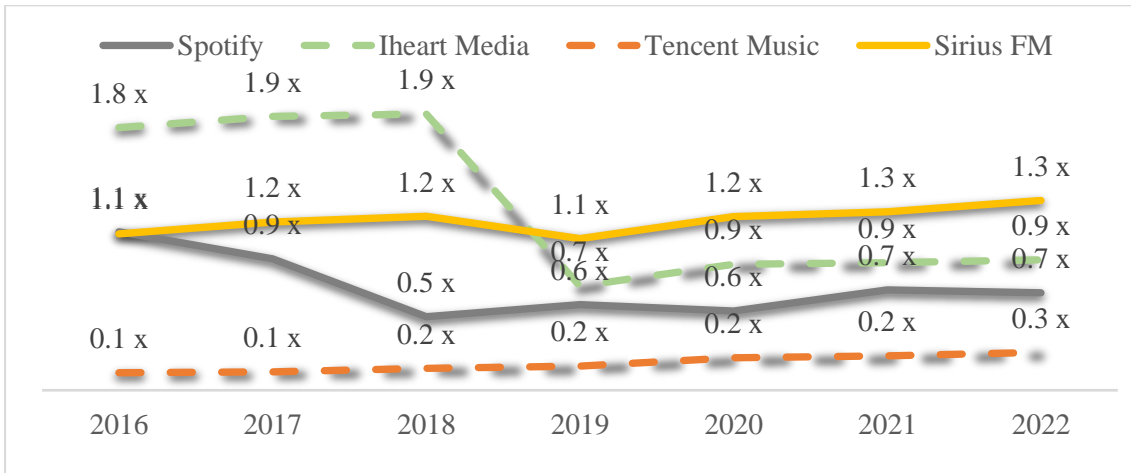
**Figura 31. Ciclo de conversión de Efectivo**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia 2023

### 3.7.3. Ratios de SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

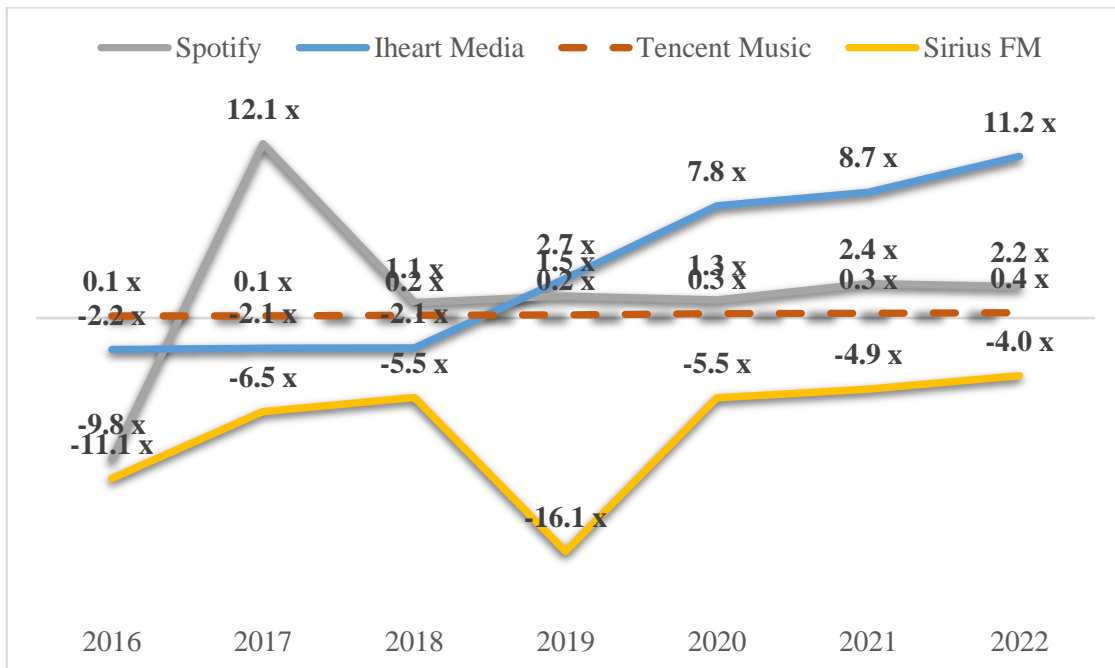
**Figura 32. Apalancamiento Financiero (Pasivo/Activo)**



Fuente: Bloomberg.2023

Corresponde analizar los indicadores de endeudamiento para medir el grado de participación de terceros en el financiamiento de la empresa. El endeudamiento de la empresa ha subido desde el IPO el 2018 donde era en un 50% patrimonio y 50% pasivo hasta contemplar un pasivo del 70% del activo del 2022.

**Figura 33. Endeudamiento Total (Pasivo/Patrimonio)**



Fuente: Bloomberg.

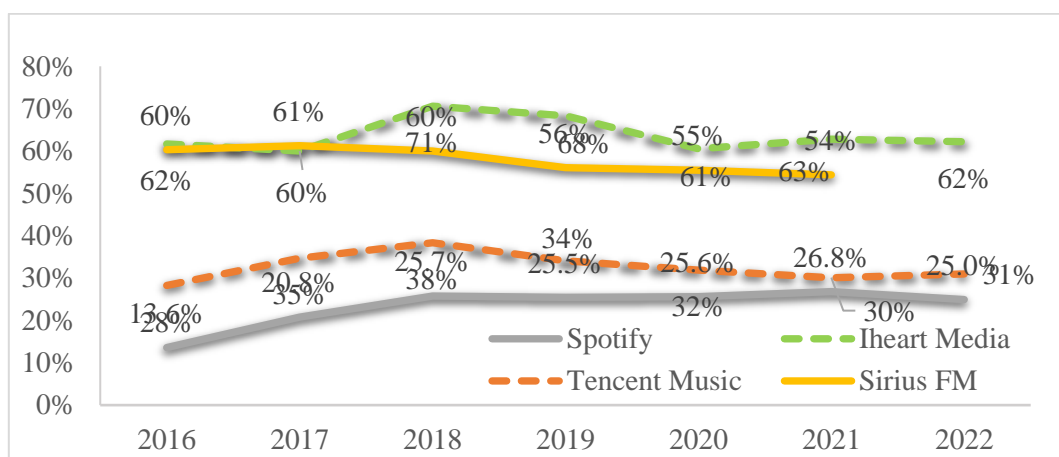
Es claro que las empresas de este sector han empezado a tomar deuda a partir del inicio de la pandemia ante un contexto global de tasas bajas. Por otro lado, la empresa está enfrentando ratios de solvencia de -16.9x debido al EBITDA negativo del 2022.

### 3.7.4. Ratios de Rentabilidad

#### 3.7.4.1. Margen Bruto

El Margen bruto de la empresa se ha mantenido en 25.7% en promedio en los últimos años desde el 2018, lo cual demuestra las condiciones favorables de los contratos pactados con las discográficas y un buen manejo de precios en términos de suscripciones. Según la gerencia, en los años 2020 y 2021, la empresa se benefició del lockdown a nivel mundial por la pandemia, lo cual provocó un aumento de suscripciones. Asimismo, se mantuvo una política de no aumentar el precio.

Figura 34. Margen Bruto

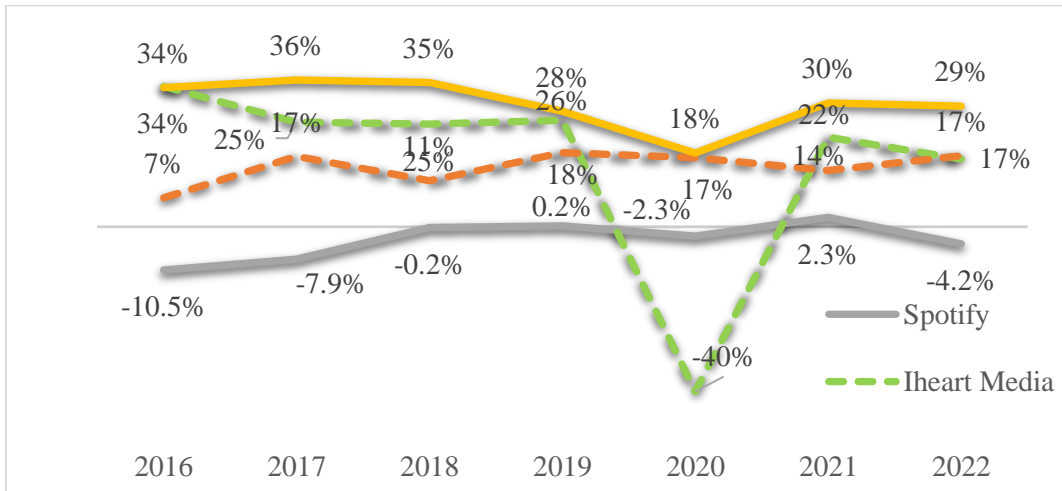


Fuente: Spotify, Iheart Media, Tencent Music, Sirius FM. (febrero 27, 2023)

#### 3.7.4.2. Margen EBITDA

El margen operativo muestra unas deficiencias en la determinación de los gastos administrativos y comerciales, lo cual determina números más bajos que sus pares. El establecimiento de sueldos altos y la publicidad dirigida a personalidades ha determinado un aumento de las partidas, lo cual merma los resultados. Esta estrategia de ofrecer productos exclusivos tiene montos considerables de gastos, los cuales no realizan sus pares. Otro elemento adicional son los gastos de investigación y desarrollo el cual es un gasto que no se encuentra en IHeart Media, Tencent ni Sirius FM. Se espera que con dicha inversión Spotify se diferencia en términos de contenido y así pueda penetrar más el mercado.

**Figura 35. Margen EBITDA**

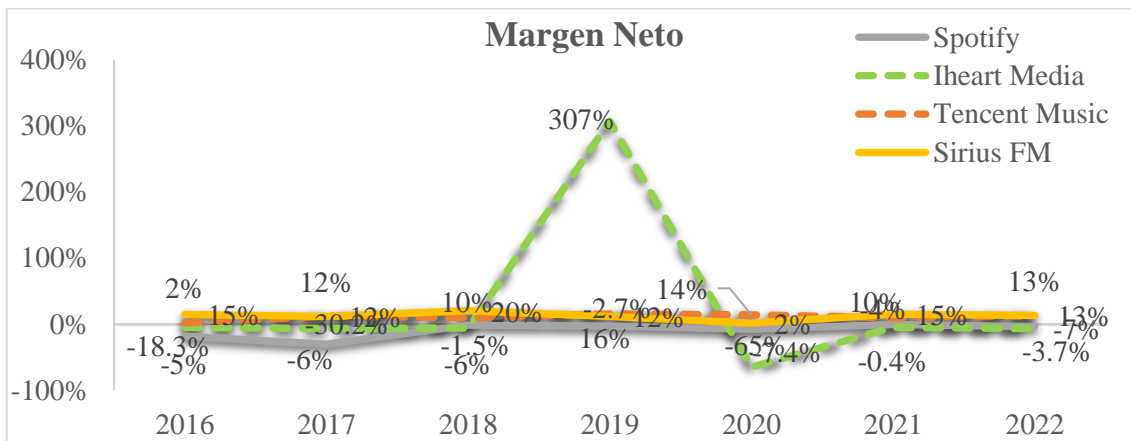


Fuente: Spotify, Iheart Media, Tencent Music, Sirius FM. (febrero 27, 2023)

### 3.7.4.3. Margen Neto

La rentabilidad neta de la empresa para el sector en que la empresa opera refleja claramente como la inversión en investigación y desarrollo es la decisión que convierte las utilidades positivas en negativas. Adicionalmente afecta el incremento de intereses por el mayor apalancamiento de la empresa.

**Figura 36. Margen Neto**



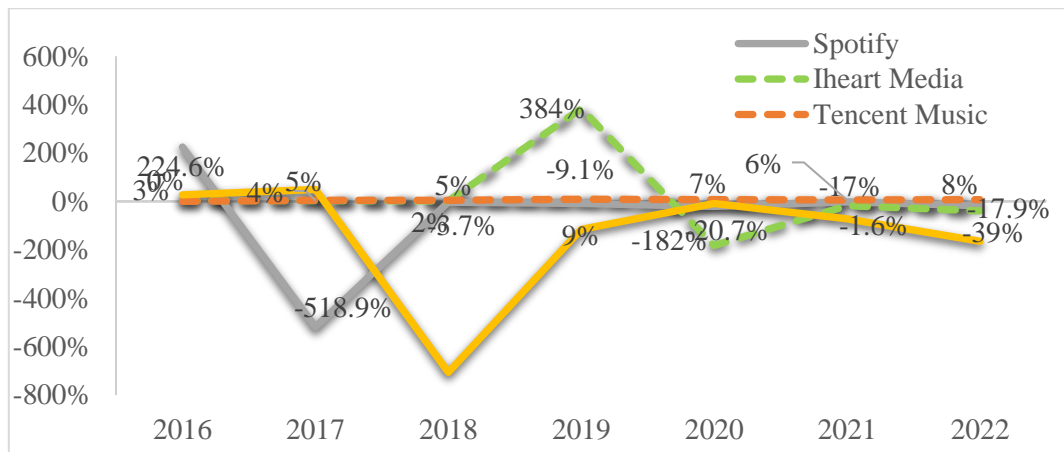
Fuente: Spotify, Iheart Media, Tencent Music, Sirius FM. (febrero 27, 2023).

### 3.7.4.4. ROE

Según la gerencia, los resultados obtenidos por este ratio han sido no tan satisfactorios para los accionistas por las cifras de rentabilidad que ha generado la empresa en relación con el financiamiento de recursos propios. Durante el periodo analizado, el ROE del sector es

negativo en todas las empresas salvo el caso de Tencent Music. Al ser empresas digitales dentro de un sector nuevo, los accionistas aún no tienen claro la capacidad de la empresa para generar mayor valor patrimonial ya que se realizan bastantes inversiones.

**Figura 37. ROE**

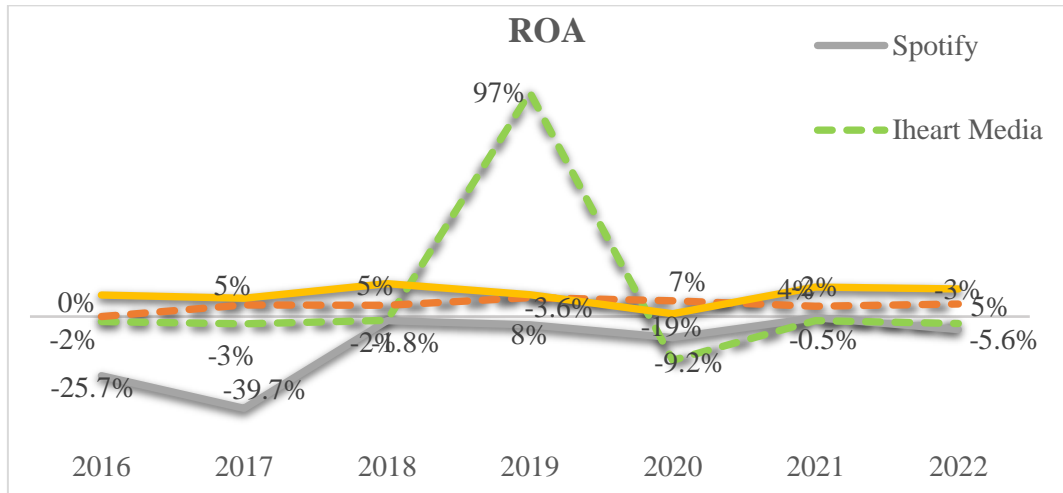


Fuente: Spotify, Iheart Media, Tencent Music, Sirius FM. (febrero 27, 2023)

#### 3.7.4.5. ROA

Analizando los valores en los períodos indicados se puede inferir un poco nivel satisfactorio en el que la empresa está utilizando sus activos para generar utilidades. Se puede apreciar un aumento en los años evaluados (de -0.5% a -5.6% en el 2022), lo cual sugiere que los activos de la empresa están volviéndose más rentables por las políticas de crédito y uso eficiente de tecnología e intangibles. Las demás cuentas del activo corriente como es el efectivo y equivalente de efectivo en los períodos analizados han aumentado vertiginosamente, resultando una liquidez inmediata atractiva.

**Figura 38. ROA**



Fuente: Spotify, Iheart Media, Tencent Music, Sirius FM. (febrero 27, 2023).

### 3.7.5. Descomposición Dupont

Los márgenes netos negativos son los principales causantes de la rentabilidad negativa de la empresa. Se observa que existe alta rotación de activos, es decir, una óptima utilización de los recursos invertidos. También se observa el apalancamiento en alza desde el 2016.

**Tabla 23. DUPONT**

Análisis Dupont	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rentabilidad (Margen Neto=UN/VN)	-18.3%	-30.2%	-1.5%	-2.7%	-7.4%	-0.4%	-3.7%
Rotación de activos (ROA=VN/Activo total)	140.6%	131.6%	121.3%	132.1%	124.6%	134.8%	153.6%
Apalancamiento (Activo Total/Patrimonio)	-	8.8	13.1	2.1	2.5	2.3	3.4
<b>ROE</b>	<b>224.6%</b>	<b>-518.9%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-9.1%</b>	<b>-20.7%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-17.9%</b>

Fuente: Elaboración Propia 2023

### 3.7.6. Finanzas operativas o de corto plazo (NOF versus Fondo de Maniobra)

La empresa cuenta con un ingreso diferido debido a las suscripciones premium anuales. Esto genera que el capital de trabajo sea negativo y logre un pasivo espontaneo<sup>21</sup>. Así se puede costear el ciclo operativo de manera adecuada. Incluso estos ingresos diferidos pueden

<sup>21</sup> Definido como financiación sin costo que el propio ciclo de producción genera de forma automática.

financiar los activos de largo plazo como los intangibles. A medida se dé el aumento de suscripciones, el capital de trabajo aumentara de manera negativa.

**Tabla 24. NOF vs. Fondo de Maniobra**

<b>NOF (En Millones de EUR)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
+ Cuentas por cobrar	223	360	400	402	464	621	690
+ Otros activos corriente	101	29	40	72	155	251	312
+ Inversiones de corto plazo	830	1,032	915	692	596	756	867
- Cuentas por Pagar Comerciales	-	-	-	-	-	-	-
	139	341	427	549	638	793	845
- Derivados de cobertura	-	-	-	-	-	-	-
	6	9	7	9	9	23	11
- Impuesto a la renta	-	-	-	-	-	-	-
	149	216	258	319	380	458	520
- Ingresos diferidos	-	-	-	-	-	-	-
	735	881	1,076	1,438	1,748	1,841	2,093
- Gastos devengados y otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-
	57	59	42	13	20	22	26
- Provisiones	-	-	-	-	-	-	-
	134	354	339	111	105	89	21
<b>Pasivos de derivados</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	<b>66</b>	<b>439</b>	<b>794</b>	<b>1,273</b>	<b>1,685</b>	<b>1,598</b>	<b>1,647</b>

Fuente: Elaboración Propia 2023

### **3.7.7. Diagnóstico financiero de la Empresa**

Al cierre del 2022, Spotify se encuentra en una situación de estabilidad financiera más deteriorada en comparación con los años anteriores. Con respecto a sus márgenes, muestra un margen bruto estable, sin embargo, las utilidades netas resultan negativas a causa de la importante inversión en investigación y desarrollo. Se esperaría que la tendencia de mejores resultados a nivel EBITDA y neta aparezca en el tiempo con la monetización de mayores suscriptores, considerando que la inversión en investigación y desarrollo de, y que la apuesta por desarrollo de podcasts y contenido independiente eleve las ventas en los períodos futuros.

## **CAPÍTULO IV. ANALISIS DE RIESGOS**

### **4.1. Riesgos Financieros**

**Tabla 25. Tipos de Riesgos Financieros**

Tipo de Riesgo	FINANCIEROS
Liquidez	Para administrar estos tipos de riesgos se han establecido lineamientos en forma de póliza de tesorería que sirve como marco para las operaciones financieras diarias, la política de tesorería establece las reglas y limitaciones para la gestión de riesgos financieros. La gestión del riesgo financieros esta centralizada en la tesorería por lo cual esta gestiona y ejecuta las actividades de gestión, incluida el seguimiento de la exposición a los riesgos financieros, la gestión del efectivo y el mantenimiento de una reserva de liquidez.
Crédito	Spotify está expuesto al riesgo de crédito principalmente en cuanto a endeudamiento y pasivos que podrían limitar el flujo de efectivo disponible para sus operaciones, exponerlos a riesgos que podrían afectar negativamente el negocio, resultados operativos y condición financiera, así como perjudicar su capacidad para satisfacer obligaciones bajo las Notas Canjeables <sup>22</sup> . Los tenedores de las Notas Canjeables pueden, sujeto a una excepción limitada bajo el Contrato, exigir que se recompren sus Notas Canjeables después de cierto cambio fundamental bajo el Contrato a un precio de recompra en efectivo generalmente igual al monto principal de las Notas Canjeables que se recomprarán, más los intereses especiales y adicionales devengados y no pagados, si corresponde.
Mercado	<u>Cambiario:</u> Se manifiesta en la exposición a transacciones, que se relaciona con transacciones comerciales denominadas en moneda extranjera requeridas por las operaciones (Compra y Venta) y/o financiación (intereses y amortización). Así como la volatilidad de los tipos de cambio, en particular un debilitamiento de las monedas extranjeras en relación con el euro puede afectar negativamente los ingresos. Por lo que la política general es cubrir la exposición a transacciones caso por caso, la exposición de conversión se relaciona con las inversiones netas en operaciones. No se realiza cobertura de riesgo de translación. La sensibilidad de exposición de transacciones en la mayoría de los casos a los clientes se les factura en su respectiva moneda local; así como los pagos principales, como salarios, honorarios de consultoría y tarifas de alquiler se liquidan en moneda local.
	<u>De Precio:</u> El riesgo de precio de las acciones es el riesgo de que el valor razonable o los flujos de efectivos futuros de un instrumento financiero fluctúen debido a cambios en el valor razonable de los precios de la acción ordinaria de los activos de la compañía. La exposición a este tipo de riesgo se relaciona principalmente con las notas canjeables, los warrants en circulación y la acumulación de costos sociales sobre acciones en circulación.
	<u>De Inversión:</u> La mayoría de las inversiones a largo plazo hechas por Spotify se relacionan con Tencent Music Entertainment Group (TME); esto dado que ambas compañías han comprado mutuamente participaciones por lo que están buscando aumentar sus exposiciones a sus mercados claves, razón por la que una disminución o aumento del 10% en el precio de las acciones de TME habría dado como resultado un valor razonable de la inversión a largo plazo del grupo en TME que oscila entre 985 millones de euros y 1.204 millones de euros a 31 de diciembre de 2022.

<sup>22</sup> Notas canjeables: Son Instrumentos de deuda que pueden cambiarse por valores de patrimonio de una entidad distinta del emisor de dicho instrumento.

	<p><u>De Tasa de Interés:</u> El riesgo de tasas de interés es aquel riesgo de que los cambios en las tasas tengan un impacto negativo en las ganancias y los flujos de efectivo. La exposición al riesgo de tasa de interés está relacionada con los activos que devengan intereses, incluido el efectivo y equivalentes de efectivo, así como títulos de deuda a corto plazo. Las fluctuaciones en las tasas de interés impactan el rendimiento de la inversión. El análisis de sensibilidad considera la volatilidad histórica de las tasas de interés a corto plazo y que es razonablemente posible que se experimente un cambio de 100 pbs en el corto plazo, por lo que un aumento hipotético de 100 pbs en los tipos de interés impactaría en los ingresos por intereses en 36 millones de euros en el ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2022.</p>
	<p><u>De Inflación:</u> Los factores inflacionarios tales como aumentos en los costos pueden afectar adversamente los resultados de operación. Si los costos estuvieran sujetos a unas presiones de inflación significativa, es posible que no se pueda compensar por completo dichos costos más altos a través de aumentos de precios para el servicio Premium o la venta de anuncios. La incapacidad o fracaso para hacerlo podría dañar el negocio, los resultados operativos y la situación financiera.</p>

## 4.2. Riesgos No financieros

**Tabla 26. Tipos de Riesgos NO Financieros**

<b>Tipo de Riesgos</b>	<b>NO FINANCIEROS</b>
Operacional	<p><u>Proceso Productivo:</u> Cualquier cambio, pérdida o reclamo de no poseer ninguna licencia de terceros necesaria para el contenido que se transmite, incluso bajo cualquier acuerdo, licencia estatutaria u obligatoria, puede afectar negativamente el negocio. Los principales proveedores de contenido tienen la capacidad de afectar unilateralmente el acceso a la música y otros contenidos. Las dificultades para identificar composiciones incorporadas en grabaciones de sonido y la propiedad de estas pueden afectar la capacidad de cumplir con obligaciones bajo licencias, afectar el tamaño del catálogo, y generar reclamos por infracción de derechos de autor.</p>
	<p><u>Laboral:</u> Dependencia de los servicios continuos y el desempeño del personal clave, incluido los miembros del equipo ejecutivo y otros empleados, como personal clave de ingeniería, finanzas, investigación y desarrollo, marketing y ventas. Todos los empleados, son libres de terminar su relación laboral con la empresa en cualquier momento, y el conocimiento del negocio e industria puede ser difícil de reemplazar. El éxito futuro depende de la capacidad continua para atraer, desarrollar, y retener empleados altamente calificados. Las personas calificadas tienen una gran demanda, particularmente en la industria de los medios digitales.</p>
	<p><u>Tecnológico:</u> Dicho riesgo se define como el riesgo de interrupción del negocio por fallas tecnológicas, o ataques cibernéticos, así como de la obsolescencia tecnológica. En Spotify se tiene una capacidad limitada para controlar el acceso a plataformas en línea, sistemas operativos, hardware o redes en las que confiamos. Es posible que no se mantenga la integridad de la infraestructura y sistemas tecnológicos o la seguridad de la información</p>

	confidencial, lo que podría resultar en responsabilidad civil, multas legales, cumplimiento normativo y pérdida de confianza.
Comerciales	<u>Cambio en la Demanda:</u> Los resultados de la empresa podrían verse afectados si se enfrentan a una competencia significativa por los usuarios (Clientes), el tiempo de escucha y los anunciantes, y es posible que no se tenga éxito en atraer a posibles usuarios y retener a los usuarios existentes, incluso prediciendo, recomendando y reproduciendo contenido que los usuarios disfruten, o monetizando efectivamente nuestros productos y servicios, incluidos podcasts, audiolibros y otro contenido no musical.
	<u>Cambio en la Oferta:</u> Los nuevos productos o servicios pueden no tener éxito y el énfasis en la participación del usuario a largo plazo puede no alinearse con las expectativas del mercado; así como es posible que no se logre convencer a los anunciantes de los beneficios de las ofertas publicitarias. Las tendencias emergentes de la industria en publicidad digital pueden plantear desafíos para nuestra capacidad de pronosticar u optimizar nuestro inventario publicitario, lo que puede afectar negativamente nuestros ingresos con publicidad.
Entorno	<u>Ambiental:</u> Una mayor atención al cambio climático y otras cuestiones ambientales, sociales y de gobierno (“ESG”), así como iniciativas y divulgaciones voluntarias de ESG <sup>23</sup> , pueden resultar en un aumento de los costos, afectar la reputación o afectar el rendimiento comercial hasta la fecha, y es posible que, en el futuro, se sigan tomando ciertas medidas, incluido el establecimiento de objetivos relacionados con ESG. Por ejemplo, a fines de 2021, se anunció la intención de alcanzar emisiones netas cero para fines de 2030 a través de una adhesión a coaliciones e iniciativas externas.
	<u>Regulatorio:</u> El negocio está sujeto a leyes y regulaciones complejas y en evolución en todo el mundo. Muchas de ellas están sujetas a cambios e interpretaciones, y podrían resultar en reclamos, cambios en prácticas comerciales, sanciones monetarias.
	<u>Social:</u> También se ha elegido compartir públicamente iniciativas corporativas de ESG en el Informe anual de equidad e impacto. Sin embargo, ciertas declaraciones en esas divulgaciones voluntarias pueden basarse en expectativas y suposiciones que pueden o no ser representativas de riesgos actuales reales o pronósticos de riesgos esperados, incluidos los costos asociados con ellos.
Estratégicos	<u>Reputacional:</u> El negocio depende de una marca fuerte, y cualquier falla en mantener, proteger y mejorar la marca podría dañar el negocio. Así como el negocio puede enfrentar un mayor escrutinio relacionado con estas actividades, incluso de la comunidad inversora, podría afectar negativamente la marca y reputación.

Fuente: Elaboración Propia 2023

<sup>23</sup> ESG: Acrónimo del inglés: environmental, social and governance que son factores ambientales que se toman en cuenta a la hora de invertir en una empresa.

### 4.3. Matriz de Riesgos

Tabla 27. Matriz de Riesgos Spotify

<b>Probabilidad</b>	<b>Alto</b>			<b>Riesgo cambiario</b>
	<b>Moderado</b>		<b>Riesgo regulatorio</b> <b>Riesgo de crédito</b> <b>Riesgo de liquidez</b> <b>Riesgo comercial</b>	<b>Riesgo tecnológico</b> <b>Riesgo ambiental</b> <b>Riesgo Proceso productivo</b>
	<b>Bajo</b>	<b>Riesgo de tasa de interés</b>	<b>Riesgo social</b> <b>Riesgo laboral</b>	<b>Riesgo reputacional</b>
		<b>Bajo</b>	<b>Moderado</b>	<b>Alto</b>
		<b>Impacto</b>		

Elaboración Propia 2023.

Spotify ha sabido manejar sus riesgos adecuadamente, esto se demuestra con el manejo de sus riesgos más altos, como el riesgo de tipo de cambio, en el que actúa mitigándolos, realizando operaciones de derivados de cobertura para cubrirse de las volatilidades de precios de mercado. Adicionalmente, y con relación al manejo de los demás riesgos, Spotify gestiona sus riesgos según las políticas y directrices de la matriz, una gestión preventiva para asegurar la continuidad del negocio, dándole el énfasis de gestión a los riesgos medios y altos.

## **CAPÍTULO V. POSICIÓN COMPETITIVA DE LA EMPRESA**

### **5.1 Misión y Visión de Spotify**

#### **Misión**

Nuestra misión es desbloquear el potencial de la creatividad humana, brindando a un millón de artistas creativos la oportunidad de vivir de su arte y a miles de millones de fanáticos la oportunidad de disfrutarlo e inspirarse con estos creadores.

#### **Visión**

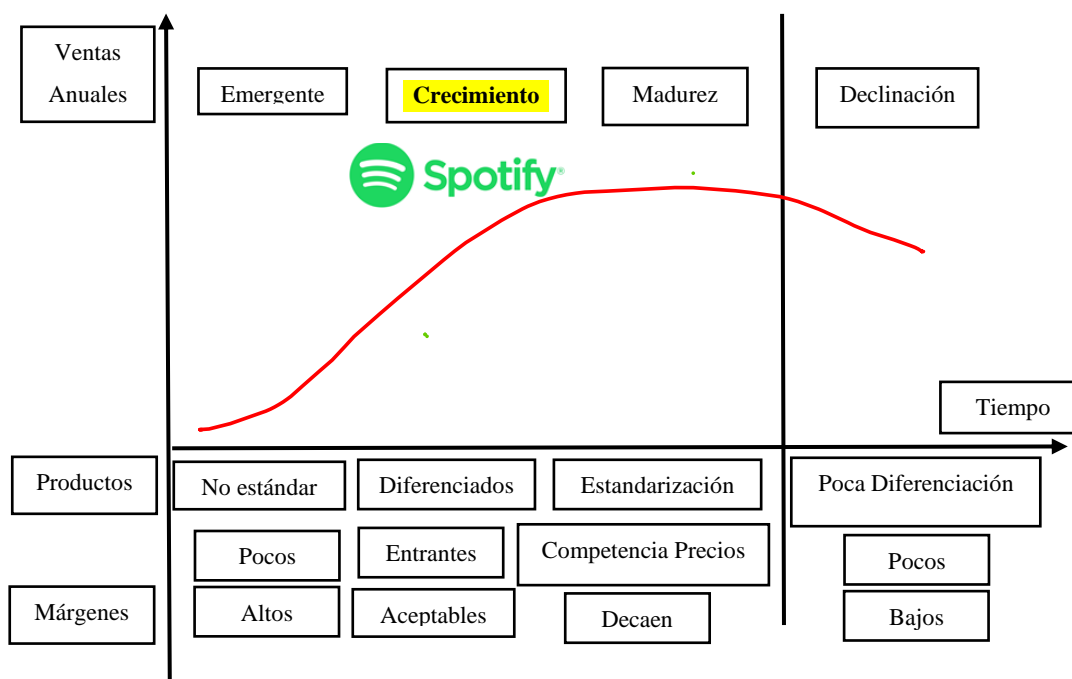
Visualizamos una plataforma cultural donde los creadores profesionales pueden liberarse de las limitaciones de su medio y donde todos pueden disfrutar de una experiencia artística inmersiva que nos permite empatizar entre nosotros y sentirnos parte de un todo mayor.

### **5.2 Etapa del Ciclo de Vida de la Empresa**

Con respecto al ciclo de vida de la empresa Spotify, se puede observar que en función de las ventas y los productos que ofrece se encuentra en una etapa de crecimiento aun existiendo barreras de entrada, la empresa por el momento no está generando beneficios dada las inversiones y adquisiciones hechas así como están en constante desarrollo de innovaciones en sus productos, así mismo se comparte algunos números del último año finalizado del 2022, Usuarios activos mensuales (MAU) 422 millones (19% anual) Latinoamérica con un 22% del total. Suscriptores 182 millones (15% anual) Latinoamérica con un 21% del total. Geográficamente se encuentra disponible en 183 mercados, en cuanto a biblioteca de canciones cuenta con cerca de 70 millones y 4 millones de podcasts. Generó

ganancias para los titulares de derechos de más de 21.000 millones de euros desde el lanzamiento, finalmente desplego más de 4.000 millones de *playlist* (Listas de Reproducción). Además la compañía de acuerdo con su última presentación financiera del 4T2022 manifestó que casi todas sus métricas y/o indicadores de rendimiento habían superado las metas trazadas. Con lo cual para los años venideros se espera que el crecimiento se sostenga a lo largo de la fase en crecimiento que se encuentra la compañía.

**Figura 39. Ciclo de Vida de Spotify**



Elaboración Propia 2023.

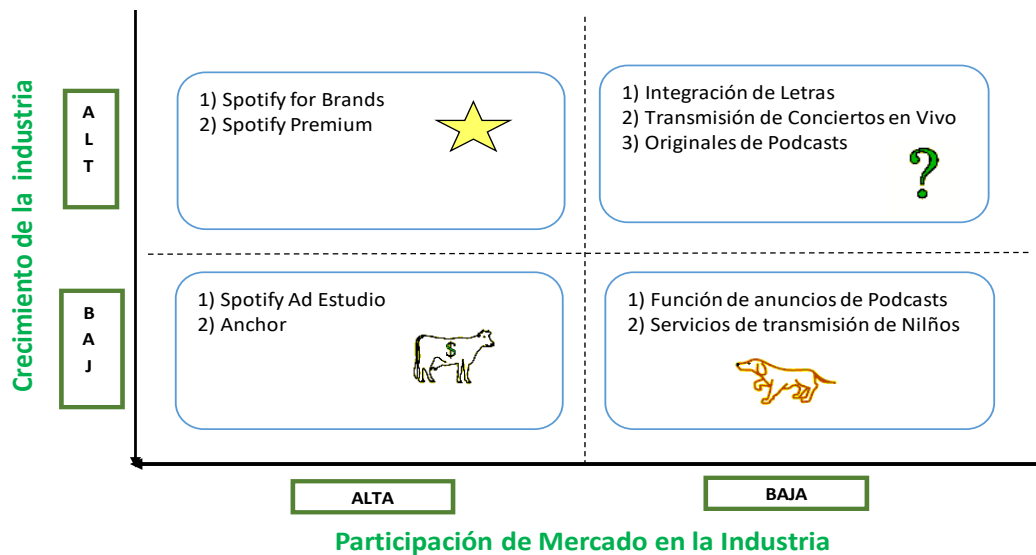
Como se observa en la gráfica Spotify se encuentra en una etapa de Crecimiento dado que viene siendo aceptada como producto atractivo en la industria del *Streaming* de la música digital y su uso cada año viene creciendo, esto debido a que su oferta viene expandiéndose en diferentes mercados por lo que se ve un incremento sostenido de usuarios en todo el mundo por lo cual sus ingresos han venido superando a sus diversos competidores como Apple, Amazon, Pandora, Tencent, etc.

### 5.3 Matriz BCG

La matriz BCG es una matriz de portafolio y fue desarrollada por el Boston Consulting Group (BCG) y fue diseñada con el fin de ayudar a formular estrategias, donde cada una

de estas decisiones o unidades de negocios estratégicas constituyen el análisis de la cartera de productos y/o marcas del portafolio de negocios que ofrece la compañía Spotify.

**Figura 40. Matriz BCG para Spotify**



Fuente: Elaboración propia, 2023

#### 5.4 Análisis FODA Cruzado

De acuerdo con (D'Alessio 2008) el análisis FODA de una compañía en particular debe considerar un equilibrio o ajuste entre la capacidad interna de la organización (Fortalezas y Debilidades), y su posición frente al ambiente externo (Oportunidades y Amenazas).

**Tabla 28. Análisis Matriz FODA Cruzada – SPOTIFY**

	Cód Fortalezas - F	Cód. Debilidades - D
	F1 Disruptor en la Industria Musical	D1 Flujos de Ingresos Limitados
	F2 Amplia Biblioteca de Música	D2 Falta de Diferenciación Competitiva
	F3 Amplio uso de su cartera de tecnología	D3 Tener conectividad a Internet para usar su versión gratuita.
	F4 Estrategia de precios altamente localizada	D4 Pago de regalías más bajas que de la competencia.
	F5 Canales de distribución efectivos	D5 Licencias que implican altos costos de regalías.
	F6 Habilitado por su cartera de adquisiciones	
Cod. Oportunidades - O	ESTRATEGIAS - FO (Explotar)	ESTRATEGIAS - DO (Buscar)
O1 Centrarse en Mercados emergentes	1 Aprovechar el aumento del uso de la Tecnología, así como la experiencia del uso de plataformas digitales para penetrar en mercados emergentes en un 20% con el fin de adquirir más suscriptores al 2032. (F1, F3,01)	1 Enfocarse en los mercados emergentes (32%) basado en estimaciones de Spotify, para Mejorar los ingresos futuros, (O1, D1)
O2 Expandir segmentos de negocios	2 Explotar y desplegar la estrategia de precios localizada en diferentes verticales de negocios, tales como el <i>Podcasting</i> y el de Audio Libros (F4,04)	2 Aprovechar nuevos verticales de contenido, así como expandir segmentos de negocio para incrementar la rentabilidad (O2, O4, D3)
O3 Publicar contenido original y exclusivo	3 Habilitar el uso de su cartera de tecnología para publicar contenido original y exclusivo por medio de artistas nuevos, que permita generar ganancias futuras. (F3,03)	3 Incrementar los pagos a los propietarios de música, así como el patrocinio de artistas para contar con una mejor ventaja competitiva (D2, D5, O5)
O4 Aventurarse en nuevos verticales de contenido.	4 Dada su amplia cartera de adquisiciones implementar nuevos verticales de contenido para sus clientes; Premium y Fremium (F6,04)	4 incrementar el pago de las regalías para contar adquirir una ventaja diferencial a la competencia. (D2.D4, O3)
O5 Patrocinio de artistas		
Cod. Amenazas - A	ESTRATEGIAS - FA (Confrontar)	ESTRATEGIAS - DA (Evitar)
A1 Mercado de Música en <i>Streaming</i> altamente competitivo	1 Aprovechar la efectividad de los canales de distribución para minimizar la vulnerabilidad a la piratería. (F5, A2)	1 Mejorar los flujos de ingresos al ser más competitivo en el mercado de <i>streaming</i> musical. (D1, A1)
A2 Vulnerabilidad a la Piratería	2 Desarrollar su portafolio de productos en un 50% para comenzar a obtener beneficios. (F6, A4)	2 Mantener un pago de regalías más competitiva que la competencia evitando algún cambio en el entorno regulatorio en cuanto a los derechos de los artistas. (D4; A3)
A3 Cambios en el entorno regulatorio	3 Usar la amplia biblioteca de contenidos, así como de tecnología para ser más competitivos en el Mercado de <i>Streaming</i> musical. (F2, F3, A1)	3 Permitir a los usuarios de la app poder escuchar música sin necesidad de tener internet, lo cual lograría una ventaja competitiva que si poseen los competidores. (A1, D3)
A4 Spotify aún no ha obtenido beneficios.		

**Tabla 29. Análisis VRIO**

Recursos	Valor	Extraño	Imitación	Organización	Ventaja Competitiva
Implementación exitosa de la estrategia digital	Sí, sin una estrategia digital integral es extremadamente difícil competir	No, ya que la mayoría de las empresas están invirtiendo en operaciones de digitalización.	Puede ser imitado por los competidores.	Uno de los jugadores líderes en la industria.	La estrategia digital se ha vuelto fundamental en la industria, pero no puede proporcionar una ventaja competitiva sostenible
Posicionamiento de marca en comparación con los competidores	Sí	No	Puede ser imitado por los competidores, pero requerirá un gran presupuesto de marketing.	Sí, la firma ha posicionado sus marcas en base al comportamiento del consumidor	Ventaja Competitiva Temporal
Estrategias de precios	Sí	No	Las estrategias de precios se imitan regularmente en la industria.	Sí, la empresa tiene un motor de análisis de precios	Ventaja Competitiva Temporal
Oportunidades para extensiones de marca	Sí, están surgiendo nuevos nichos en el mercado.	No, ya que la mayoría de los competidores también apuntan a esos nichos.	Sí puede ser imitado por los competidores.	Las extensiones de marca requerirán un mayor presupuesto de marketing	Ventaja Competitiva Temporal
Oportunidades en el espacio de comercio electrónico utilizando capacidades actuales de TI	Sí, el espacio del comercio electrónico está creciendo y la empresa puede aprovechar las oportunidades.	No, la mayoría de los competidores están invirtiendo en TI para ingresar al espacio.	La IA y el análisis interno pueden ser difíciles de imitar	Es solo el comienzo para la organización.	<b>A la larga, puede proporcionar una ventaja competitiva sostenible.</b>
Oportunidades en las industrias adyacentes y nuevos recursos necesarios para ingresar a esas industrias	Pueden ser valiosos ya que crearán nuevas fuentes de ingresos	No	Puede ser imitado por los competidores.	Todas las capacidades de la organización aún no se utilizan por completo.	tiene potencial
Derechos de propiedad intelectual, de autor y marcas registradas	Sí, son extremadamente valiosos, especialmente para frustrar la competencia.	Sí, los derechos de propiedad intelectual y otros derechos son escasos y la competencia no puede copiarlos.	El riesgo de imitación es bajo, pero dados los márgenes en la industria, las posibilidades de interrupción son altas	Hasta ahora, la empresa no ha utilizado la totalidad de sus derechos de propiedad intelectual y otras propiedades.	<b>Proporcionar una fuerte ventaja competitiva</b>
Acceso a Materia Prima Crítica para una Ejecución Exitosa	Sí	Sí, ya que otros competidores tienen que aceptar la posición dominante en el mercado de la empresa.	Puede ser imitado por los competidores.	Sí	<b>Proporcionar una ventaja competitiva sostenible</b>
Experiencia en marketing dentro de Spotify	Sí, las empresas compiten en función de la diferenciación en la industria.	No, ya que la mayoría de los competidores también tienen un conocimiento de marketing decente.	Las estrategias de precios a menudo son igualadas por los competidores.	Sí, la empresa está aprovechando su experiencia interna	Ventaja Competitiva Temporal
Posición entre minoristas y mayoristas: estrategia minorista del nombre de la empresa	Sí, la empresa tiene una fuerte relación con minoristas y mayoristas.	Sí, tiene socios de canal dedicados	Difícil de imitar, aunque no imposible	Sí, a lo largo de los años la empresa lo ha utilizado con éxito.	<b>Ventaja competitiva sostenible</b>

Nota. Desarrollado por Jay B. Barney (1991) Cuyo acrónimo significa: Valor, rareza del recurso, riesgo de imitación y competencia organizacional y se basa en el supuesto de que estos recursos estratégicos podrían darle a la compañía la oportunidad de construir una ventaja competitiva sostenible

## 5.5 Matriz PEYEA (Posición Estratégica y Evaluación de Acción)

Desarrollada por Dickel (1984), se usa para definir la postura estratégica adecuada de una organización. Su análisis comprende Factores relativos a la Industria (Fortaleza de la Industria y Estabilidad del Entorno) y Factores relativos a la Organización (Fortaleza Financiera y Ventaja Competitiva). Con lo cual el resultado del análisis de estos 2 factores para Spotify muestra que la postura agresiva es la más conveniente; por lo que la compañía cuenta con una ventaja competitiva alta en el nicho de la Industria de la Música en *Streaming*, la misma que mantiene con su Fortaleza Financiera. Por lo cual la estrategia más apropiada consistiría en conseguir ventajas de las oportunidades para seguir aumentando su participación de mercado.

### Matriz de Posición Estratégica y Evolución de la Acción – (PEYEA)

La matriz se elabora a partir de identificación de los factores relativos a la industria (FI y EE) y los factores relativos a la organización (FF y VC).

Y son valorados con el siguiente puntaje:

FI y EE: -6 (peor posición) a -1 (mejor posición)

FF y VC: +1 (peor posición) a +6 (mejor posición)

**Tabla 30. Vector de posición estratégica para Spotify**

Tipo de Factor	X	Y
Fortaleza Financiera (FF)	0	2.86
Estabilidad del Entorno (EE)	0	-2.14
Fortaleza de la Industria (FI)	4.50	0
Ventaja Competitiva (VC)	-1.20	0
<b>Vector de Posición Estratégica</b>	<b>3,30</b>	<b>0,72</b>

Fuente: Elaboración propia, 2023.

Por lo cual, se obtiene un vector de posición estratégica, que se ubicará en uno de los 4 cuadrantes que representa la postura que debe adoptar Spotify en la industria, y la postura estratégica adecuada es la agresiva, utilizando al máximo las fortalezas financieras y su ventaja competitiva para aprovechar oportunidades que ofrece la industria del *Streaming*.

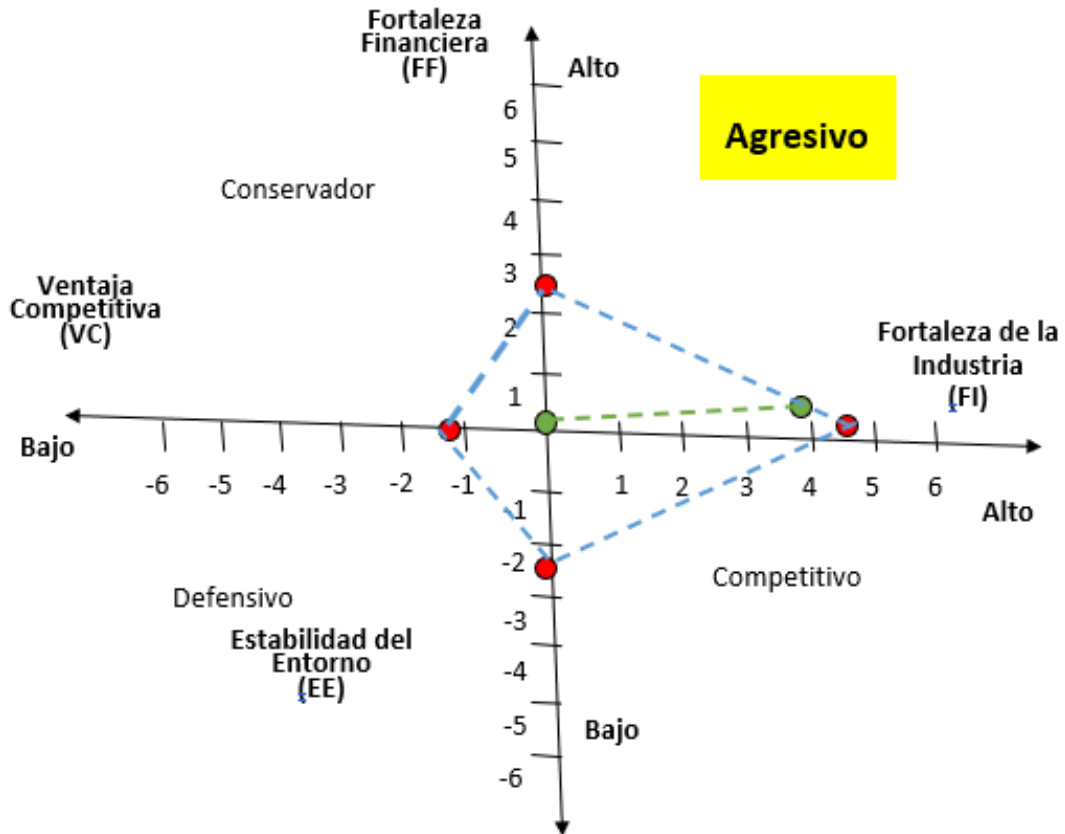
**Tabla 31. Matriz PEYEA para Spotify**

Posición Estratégica Interna		Posición Estratégica Externa	
Fortaleza Financiera (FF)	Puntaje	Estabilidad del entorno (EE)	Puntaje
1 Retorno en la inversión	1	1 Cambios tecnológicos	-3
2 Apalancamiento	2	2 Tasa de inflación	-3
3 Liquidez	6	3 Variación de la demanda	-1
4 Capital de trabajo	2	4 Presión competitiva	-2
5 Flujo de efectivo	2	5 Barreras de entrada al mercado	-1
6 Riesgo involucrado en el negocio	3	6 Elasticidad de precios de la demanda	-4
7 Economía de Escala y de Experiencia	4	7 Rango de precios de productos competitivos	-1
<b>Promedio</b>	<b>2.86</b>	<b>Promedio</b>	<b>-2.14</b>
Ventaja Competitiva (VC)	Puntaje	Fortaleza de la industria (FI)	Puntaje
1 Participación en el mercado	-1	1 Potencial de crecimiento	6
2 Calidad de productos	-1	2 Potencial de utilidades	4
3 Ciclo de vida del producto	-2	3 Conocimiento tecnológico	5
4 Conocimiento tecnológico	-1	4 Aprovechamiento de recursos	4
5 Lealtad del consumidor	-1	5 Facilidad de entrada al mercado	4
		6 Poder de Negociación de los creadores de contenido	4
<b>Promedio</b>	<b>-1.20</b>	<b>Promedio</b>	<b>4.50</b>

Fuente: Elaboración propia, 2023.

Los promedios obtenidos se pueden representar en un gráfico considerando:

**Figura 41. Matriz PEYEA para Spotify**



Fuente: Elaboración propia, 2023.

## 5.6 Matriz RUMELT

La siguiente matriz fue desarrollada por el académico Richard P. Rumelt en la cual planteo en sus Tesis Doctoral criterios como los de Consistencia, Consonancia, Ventaja y Factibilidad con el propósito de evaluar cada una de las estrategias en función de cada uno de los criterios mencionados. Dicho Filtro final para las estrategias retenidas permitía que pasen todas las pruebas, con lo cual se desarrolla una matriz de prueba de estrategias.

**Tabla 32. Matriz RUMELT para Spotify**

ESTRATEGIAS ESPECIFICAS	Pruebas y/o Criterios de Evaluación de Estrategias				
	Consistencia	Consonancia	Factibilidad	Ventaja	Se Acepta
1.- Aprovechar la amplia biblioteca de contenidos para penetrar en mercados emergentes.	Si	Si	Si	Si	Si
2.- Enfocarse en los mercados emergentes para mejorar los ingresos y beneficios.	Si	Si	Si	Si	Si
3.- Potenciar asociaciones en todo el mundo, con el fin de aumentar los usuarios de suscripción de paga.	Si	Si	No	Si	No
4.- Usar la amplia biblioteca de contenidos así como de Tecnología para ser más competitivos en el mercado del Streaming musical.	Si	Si	Si	Si	Si
5.- Incrementar los pagos a los propietarios de música así como el patrocinio de artistas para contar con una ventaja competitiva.	Si	Si	No	Si	No
6.- Explotar y desplegar la estrategia de precios, localizadas en diferentes segmentos de negocio.	Si	Si	No	Si	Si
7.- Dada su amplia cartera de adquisiciones, implementa nuevas verticales de contenido para sus clientes.	Si	Si	Si	Si	Si
8.- Fortalecer la relación de la Industria de la Música con otras industrias del entretenimiento, con el fin de generar sinergias.	Si	Si	No	Si	No
9.- Aprovecha la efectividad de los canales de distribución, para minimizar la vulnerabilidad de la piratería.	Si	Si	Si	Si	Si

Fuente: Elaboración propia, 2023.

## 5.7 Propuesta de Valor de la Empresa

Spotify como compañía que se encuentra en constante cambio e innovando en sus modelos de negocios, debe mantener y estar a la vanguardia en cuanto a la propuesta de valor que ofrece a sus diversos usuarios en el mundo, si pudiera resumirse en una frase podría ser; **MÚSICA PARA TODOS**. Además para precisar en cuanto a la vertical del *Streaming* musical; Spotify ofrece diversas propuestas de valor dentro de las cuales se pueden resumir las principales en las siguientes:

### Para el servicio directo a usuarios finales (Premium vía suscripción):

- **Acceso y usabilidad:** es importante el acceso a la mayor cantidad de música posible por parte de los usuarios, pero también la empresa genera valor con *el UX user experience* o Experiencia del Usuario al ser simple y fácil.
- **Desempeño:** al ser una plataforma de streaming, es de vital importancia que no tenga problemas de performance y siempre se encuentra activa para cuando los usuarios deseen utilizarla.
- **Personalización:** si bien la plataforma o aplicación es igual para todos los consumidores, cada usuario puede armar sus listas o “seguir” a sus artistas favoritos para personalizar su experiencia y compartirla con otras personas

- Novedad: el hecho de ser pionero en streaming le permite tener una ventaja y ofrecer una propuesta diferente a sus consumidores. La empresa continuamente debe estar innovando para satisfacer las demandas de los usuarios cada vez más complejas.

#### **Para el servicio con Publicidad (Freemium - Ad Supported)**

La propuesta de valor para los auspiciantes se basa en la oferta de información y data analytics que tiene la empresa. De esta manera, los auspiciantes pueden direccionar sus anuncios de manera más directa a posibles públicos cautivos que se interesen en los productos o servicios que ofrecen.

## **CAPÍTULO VI. VALORIZACIÓN**

### **6.1 Método del Flujo de Caja Descontado (FCD)**

Con el objetivo de calcular el valor fundamental de la Empresa se utilizaron los Estados Financieros reportados a la SEC mediante el formato 20-F de la Empresa. Asimismo, se utilizaron los reportes trimestrales para mayor información de los dos negocios de la empresa (ingresos por suscripción e ingresos por publicidad para la versión freemium).

#### **6.1.1. Justificación del Método**

El presente documento de investigación toma como herramienta la valoración al 31 de diciembre de 2022 por metodología del flujo de caja descontado en moneda funcional de la Empresa euros, el cual considera la capacidad que tiene la compañía – que se compone de una sola matriz sin subsidiarias - para generar efectivo en el futuro a partir del descuento del flujo de caja para la firma. Este método es considerado el más útil para valorizar a una empresa en marcha según el CFA Institute (2016), motivo por el cual se toma en cuenta para este presente trabajo de investigación. Bajo dicha metodología, se estableció utilizar el modelo del CAPM para calcular la tasa de descuento del accionista.

#### **6.1.2. Estimación del CAPM y WACC**

El Weighted Average Cost of Capital (WACC) o Costo del Capital Medio Ponderado, es la tasa de descuento que suele emplearse para descontar los flujos de fondos operativos para valorar una empresa utilizando el descuento de flujos de Caja de la Firma.

La validez de este método está justificada en que los flujos de efectivo calculados se financian tanto con capital propio (fondos propios o acciones) como con capital de terceros (pasivo o deudas). El WACC permite calcular una media ponderada del costo de ambas fuentes de financiación, acciones y deudas por el volumen de cada una de ellas en el total. Es necesario indicar que, dado que los estados financieros se presentan en euros, es imperativo convertir la tasa de descuento para el accionista a dicha moneda. Para dicho cálculo se utiliza la tasa de inflación de largo plazo de Estados Unidos y del Banco Europeo. La tasa de deuda de la empresa ya se encuentra en euros ya que proviene de los Estados Financieros. La tasa impositiva se calculó sobre la base del Estado de Flujo de Efectivo dado que la empresa presenta pérdidas acumuladas y el impuesto en el Pérdidas y Ganancias no es representativo.

**Tabla 33. CAPM y WACC**

Concepto	Valor	Fuente
Tasa Impositiva	12%	Pago de impuestos del Estado de Flujo de Efectivo sobre la utilidad antes de impuestos
Ratio Deuda Financiera / Capital mercado	0.63	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
Beta Apalancado	1.44	Beta a partir de la regresión de 2 años con retornos semanales contra el índice NYSE
Prima de mercado	6.64%	1928 - 2019 media aritmética (Damodaran)
Tasa libre de riesgo Treasury	3.88%	Rendimiento del tesoro americano a 10 años a finales del 2022
<b>Costo del patrimonio (USD)</b>	<b>13%</b>	
Inflación Largo Plazo USA	2%	Estimaciones FED
Inflación Largo Plazo Unión Europea	2%	Estimaciones Banco Europeo
<b>Costo del patrimonio (EUR)</b>	<b>13.71%</b>	
Tasa Promedio Deuda (Kd EUR)	11%	A partir de gasto financiero sobre promedio de deuda
Peso de la deuda	39%	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
Peso del patrimonio	61%	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
<b>Weighted Average Cost of Capital (EUR)</b>	<b>12.3%</b>	

Fuente Elaboración Propia

Sobre la selección de la beta, se pudo realizar una regresión de la acción con el índice al que pertenece NYSE ya que el mercado bursátil en el cual transa la acción brinda suficiente volatilidad como para representar la relación entre el retorno de la acción con el mercado. Adicionalmente se realizaron distintas regresiones en términos de plazo y cálculo de retornos. Se escogió el valor de 1.44 para poder aplicar una mayor tasa de descuento a los flujos.

**Tabla 34. Regresiones Beta**

Regresión Spotify con índice NYSE	Beta apalancado
Regresión 2 años retornos semanales	1.44
Regresión 5 años retornos semanales	0.99
Regresión 10 años retornos semanales	0.99
Regresión 2 años retornos diarios	1.47
Regresión 5 años retornos diarios	0.99
Regresión 10 años retornos diarios	0.99

Fuente Elaboración Propia

Adicionalmente se realizó el método pure play para calcular la beta a partir de los tres comparables escogidos que representan el riesgo de negocio de suscripción y riesgo de negocio de music streaming. Se descartó Tencent Music ya que esta empresa tiene una relación de co-inversión con Spotify. Estas empresas son utilizadas para el cálculo de valorización por múltiplos.

**Tabla 35. Estimación del Beta a través del Método Hamada (comparables de negocio sobre la base de suscripciones)**

Beta Spotify					
Comparables	Beta de 10 años	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado	
Netflix Inc	1.17	21		0.63	1.16
Iheart Media	1.21	21		11.43	1.11
Sirius FM	0.98	21		-3.00	1.00
Q1		1.06		1.06	1.06
Q3		1.14		1.14	1.14
Beta		1.11		1.11	1.11

<b>Beta apalancada</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Beta sin Apalancamiento	1.11
Tasa Impositiva	16.2%
Ratio Deuda Financiera / Patrimonio	0.00
<b>Beta Apalancado</b>	<b>1.11</b>

**Beta Spotify**

Comparables	Beta de 10 años	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado	
Netflix	1.40	15%		0.13	1.26
Sirius	0.72	24%		0.43	0.55
IHeartMedia	1.06	21%		6.96	0.13
Q1		0.18		0.28	0.34
Q3		0.23		3.69	0.90
<b>Beta</b>		<b>0.21</b>		<b>0.43</b>	<b>0.55</b>

<b>Beta apalancada</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Beta sin Apalancamiento	0.55
Tasa Impositiva	11.6%
Ratio Deuda Financiera / Patrimonio	0.00
<b>Beta Apalancado</b>	<b>0.55</b>

Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg, 2022

### 6.1.3. Supuestos de Proyección de EEFF

Tabla 36 – Supuestos

		N°	Cuenta del BG/ER	Descripción del supuesto	Fundamento
		<b>Generales</b>			
-		1	Moneda	La proyección se da con valores en moneda euros	Moneda Funcional
-		2	Años de proyección	10 años, según lo comentado por Daniel EK	1) Muestra un mejor un ciclo económico para no estar sesgado a un año atípico 2) En este tiempo, se puede reflejar a mayor detalle alcanzar los planes de Daniel Ek
		3	Año base	2022 como último año de información del 20-F	Último año de información auditada
		4	Tasa de crecimiento (g)	Múltiplo de Google como benchmark global 10 años después de su IPO. Se realiza un flujo normalizado que no refleje la curva de vida de producto	Referente de industria tech como pionera y lider en negocios digitales. Comparables discutidos anteriormente no
<b>Estrategias Viables</b>		<b>Estado de Resultados</b>			
FO1	Aprovechar el aumento del uso de la Tecnología así como la experiencia del uso de plataformas digitales para penetrar en mercados emergentes en un 20% con el fin de adquirir más suscriptores al 2032. (F1,F3,01) Explotar y desplegar la estrategia de precios localizada en diferentes verticales de negocios, tales como el Podcasting y el de Audio Libros (F4,04) Usar la amplia biblioteca de contenidos así como de tecnología para ser más competitivos en el Mercado de Streaming musical. (F2,F3,A1)	1	Venta Neta	Se realiza la proyección de cantidad de suscriptores a través de la penetración geográfica. Dicho crecimiento está ligado al PBI de cada región. En el negocio de suscripción se espera una participación de 16% en Europa, 35% en Norteamérica, 15% en Latinoamérica y 6% en el resto del mundo. La tasa de deserción llegará a un 12% al 2032. El ingreso recibido por usuario en la versión freemium se duplica al 2032. 60% de la base freemium se cambian a suscripción cada trimestre. En el caso de la versión freemium las participaciones de mercado a nivel internacional son de 15% para Europa, 20% para Norteamérica, 15% para Latinoamérica y 6% para el resto del mundo al 2032. El ingreso en versión freemium	La tasa de deserción ha sido de 11% al 2022. Se espera que la población crezca 1% según estimados del Banco Mundial.

				aumenta en 0.1 euros por usuario por trimestre. al 2032, se contará con 716 usuarios freemium y 192 subscriptores.	
FO2	Mantener un pago de regalías más competitiva que la competencia evitando algún cambio en el entorno regulatorio en cuanto a los derechos de los artistas. (D4;A3)	2	Costo de ventas	En la proyección, el costo de venta irá reduciéndose de 72% a 64% al 2032. Se espera que las inversiones en nuevas empresas generen eficiencias en el desarrollo de tecnología.	Pago de regalías se va reduciendo con la incorporación de productos y servicios propios: artistas nuevos, podcasts, material exclusivo y creado en Spotify
FO3		3	Depreciación	La depreciación se estimó en función a la tasa promedio implícita de la depreciación de los últimos 7 años que resultó 18% para propiedad planta y equipo mientras que para mejoras de arrendamiento es de 10%	Aplicación histórica de activos
DO1	Habilitar el uso de su cartera de tecnología para publicar contenido original y exclusivo por medio de artistas nuevos, que permita generar ganancias futuras. (F3,03) Permitir a los usuarios del app poder escuchar música sin necesidad de tener internet, lo cual lograría una ventaja competitiva que si poseen los competidores. (A1,D3)	4	Investigación & Desarrollo	Costo fijo establecido a partir de movimiento que oscila entre un crecimiento inicial del 305 y 20% el cual va decreciendo	Comentarios CEO que infiere que la investigación va a venir de mayor manera de la compra de inversiones.
		5	Gastos de administración y de ventas	Para el gasto de administración se toma como año base el 2022 y su crecimiento se da en 5%, porcentaje mayor a la inflación. Costo fijo establecido. Practicamente se mantiene estable	Comentarios CEO de reducir la carga laboral y gastos

		6	Otros ingresos y gastos	Se ha tomado un promedio de los últimos cuatro años	Estable últimos cinco años
		7	Gastos financieros	Las notas intercambiables se pagan el 2026 y no cargan ningún tipo de interés. En cambio, los pasivos por arrendamiento tienen intereses de acuerdo con su tasa implícita de deuda.	
		8	Impuesto a la renta	Se usa la tasa de impuesto efectiva al 2022.	

Estrategias Viables		Balance General			
FA1		1	Capital de trabajo	Se ha considerado un mismo nivel de días de cuentas por cobrar, cuentas por pagar y estimamos que los días de rotación de inventarios los cuales volverán a sus niveles normales.	Aplicación teoría financiera
FA2	Dada su amplia cartera de adquisiciones implementar nuevos verticales de contenido para sus clientes; Premium y Fremium (F6,04). Crecimiento inorgánico	2	Inmueble, maquinaria y equipo (CAPEX)	La empresa seguirá ejecutando inversiones de empresas de tecnología y que continuará hasta 2030. Se realizan inversiones en empresas tecnológicas de manera recurrente.	Usual compra de empresas en la industria.
		3	Activo/Pasivo por Impuesto a la Renta Diferido	Se calculará en función a las diferencias entre el impuesto a la renta contable vs el tributario.	Según términos tributario que conglomeran todas las operaciones en un solo estado financiero.
		4	Obligaciones financieras	La empresa mantendrá sus leasings para la oficina. Las notas intercambiables no se intercambian y se mantienen para los siguientes años.	Demuestra confianza de los inversionistas iniciales con la empresa.
		5	Capital Social	. Los empleados reciben opciones de acciones y financian a la empresa. Se emiten warrants permanentes.	Forma regular de gestión del negocio de start ups.
		6	Política de dividendos	Se decida no repartir dividendos.	Situación de early-stage company.

Fuente: Elaboración propia

Nota: Los supuestos empleados se resumen en la tabla siguiente. Asimismo, una de las variables más importantes dentro del modelo lo conforman los ingresos. Se ha tenido especial cuidado que las cantidades de los ingresos proyectados no sobrepasen la capacidad instalada.

### 6.1.4. Estimación del FCFE

Para ello, se tomará en cuenta las proyecciones de los EEEF partiendo del año 2022 el cual será el año base, esto determinará el valor patrimonial actualizado que Spotify obtendría en los diez años de proyección. Los Estados Financieros proyectados se puede ver en los (Anexo 14, 15 y 16)

**Tabla 37. FCFE proyectado a 10 años**

		2022H	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	Normalizado
EBITDA		-488	-323	-88	245	900	1,853	3,019	4,525	6,216	8,012	9,244	4,252
+ Utilidad Operativa	EUR(mill)	(659)	(535)	(322)	(9)	626	1,558	2,707	4,196	5,871	7,650	8,870	3,933
- Impuestos	EUR(mill)	60	(9)	(11)	(11)	(73)	(181)	(315)	(488)	(682)	(889)	(1,031)	(457)
NOPAT	EUR(mill)	-719	-526	-311	2	698	1,739	3,021	4,684	6,553	8,539	9,900	4,391
+ Depreciación + Amortización	EUR(mill)	171	212	233	254	275	296	312	329	345	362	374	318
NOPAT	EUR(mill)	-548	-314	-78	256	973	2,034	3,334	5,013	6,898	8,901	10,274	4,709
- Var Capital de Trabajo	EUR(mill)	49	154	240	146	103	(25)	30	17	33	27	61	49
- Capex	EUR(mill)	(746)	(746)	(421)	(229)	(522)	(491)	(428)	(430)	(480)	(470)	(465)	(493)
Flujo de caja libre 10 años	EUR(mill)	-1,245	-906	-259	174	555	1,518	2,935	4,600	6,451	8,457	9,870	4,264
Flujo de caja para la Firma						22,239	36,228	54,301	74,594	96,140	110,923		51,021

Resumen (euros)	
Valorización al 31 de diciembre de 2022	
Valor presente 2023-2032	11,184
Valor presente del VT	14,123
Valor de Empresa	25,308
Deuda	(1,683)
Efectivo al 2022	2,483
Valor patrimonial final	26,108
Número de acciones	193
Target Price	135.18
Precio cotizado (EUR)	76.27
Upside	77%

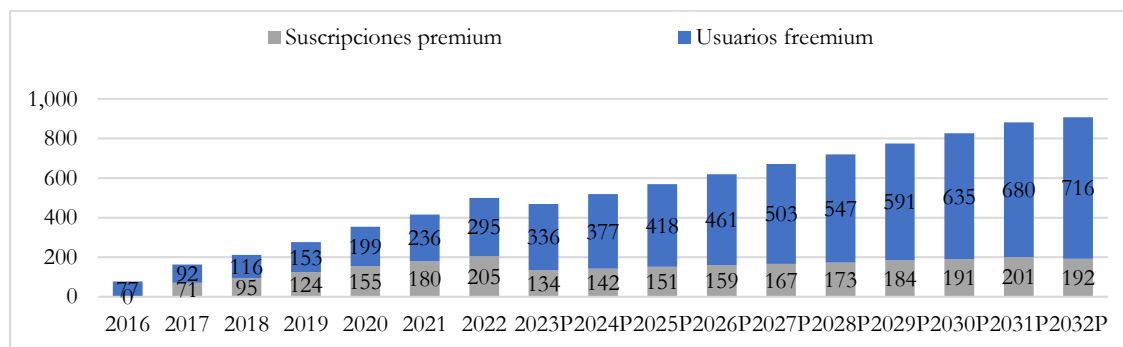
Tasas	
WACC	14%
Año 2027	
Múltiplo de Salida implícito	
EV / Ebitda =	12

Fuente: Elaboración propia

## 6.2. Análisis de Resultados

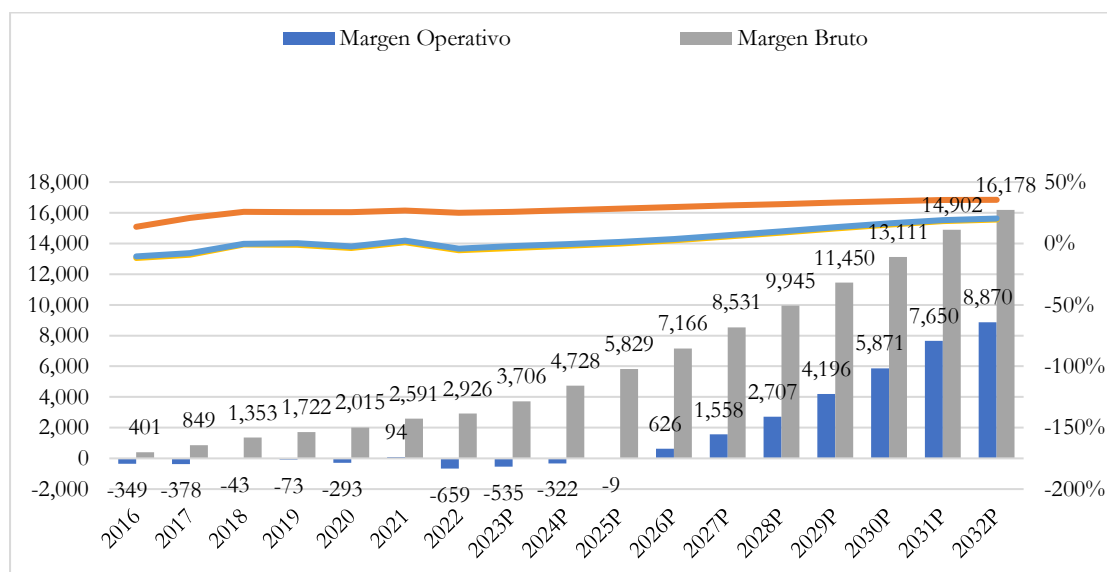
Bajo condiciones favorables de penetración en los distintos territorios de Spotify, así como la monetización de sus productos exclusivos generados por las innovaciones que vienen de la compra de empresas tecnológicas, se puede observar los resultados. Se espera al final del año 2032 un total de 908 personas asociadas a Spotify bajo los dos segmentos.

**Figura 42. Proyección de usuarios**



Por el lado de los márgenes se puede comentar que las proyecciones al 2025 con respecto al margen operativo resultan más conservadores que bancos como JP Morgan y Weels Wargo quienes anticipan un margen operativo de 3%. Asimismo, las estimaciones proyectan un margen bruto de 36% al 2032, las cuales difieren de las proyecciones de Daniel Ek de 40%. No existe mayor variación entre el margen operativo y el margen EBITDA debido a la poca inversión en activo fijo y el poco margen que refleja la amortización de intangibles. Si se estima una duplicación de crecimiento de usuarios.

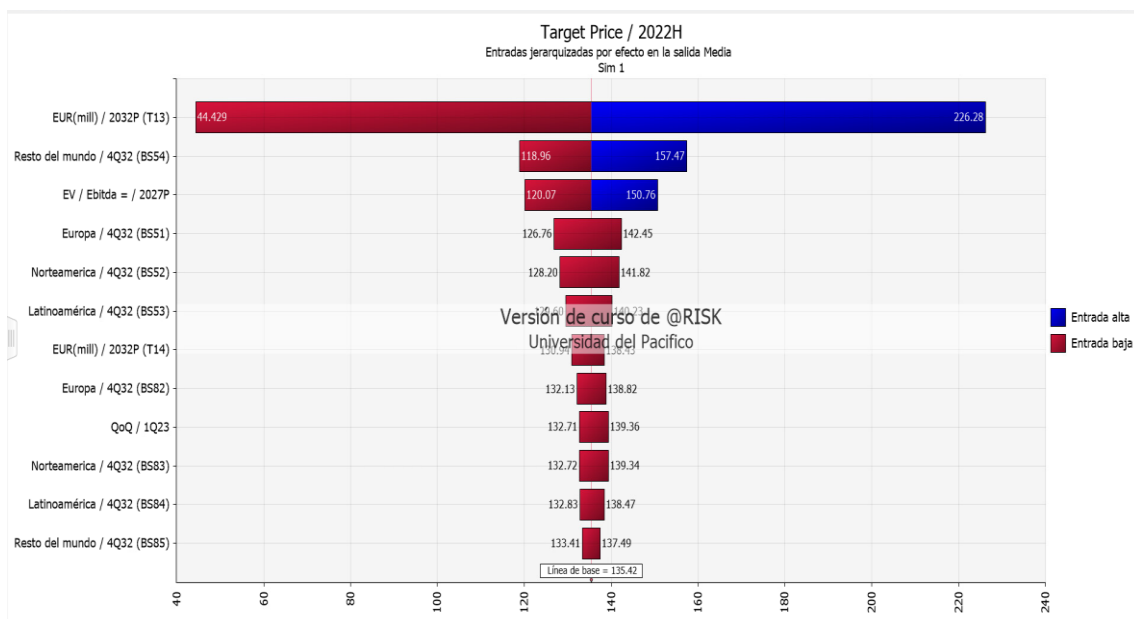
**Figura 43. Proyección de márgenes.**



### 6.3. Análisis de Sensibilidad

Para realizar un análisis exhaustivo de las distintas posibilidades de fluctuación del precio de Spotify antes distintos escenarios, se realizó movimientos de manera simultánea de las variables relacionadas a la participación de mercado, la deserción, crecimiento en precio de suscripción y múltiplo de salida. Se puede ver que las variables más importantes resultan ser la participación de mercado aplicada al resto del mundo, el múltiplo de salida y el impacto de las regalías reflejado en el costo de ventas al 2032.

**Figura 44. Impacto de las variables en la simulación**

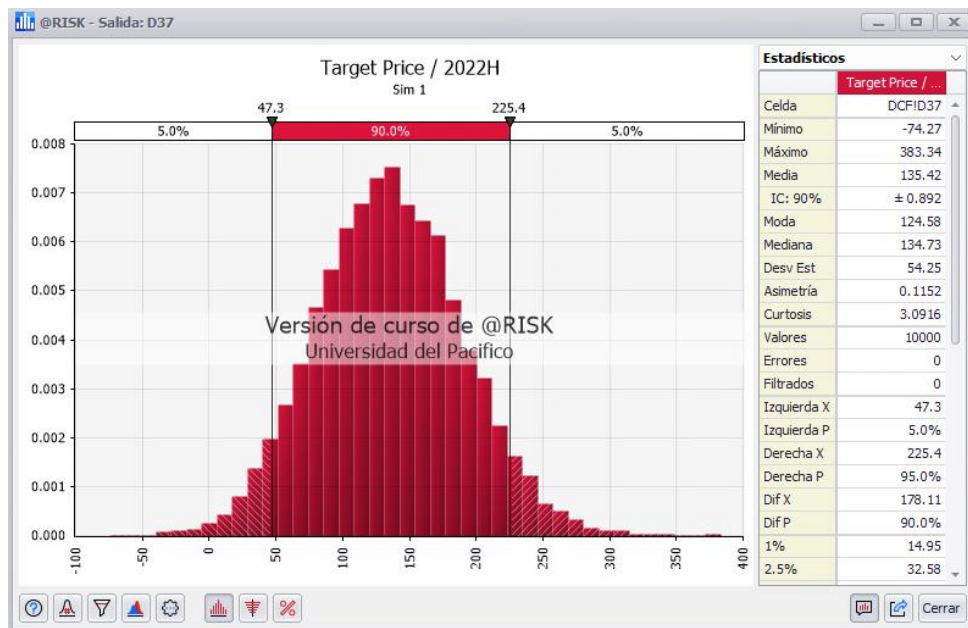


Fuente: Elaboración propia

### 6.4. Simulación Montecarlo

Al efectuar 10,000 iteraciones con el programa para análisis y optimización @Risk, se pudo concluir que la acción tiene un valor relacionado al valor fundamental. Se realizó el supuesto que todas las variables tiene una distribución normal

**Figura 45. Distribuciones de variable - Montecarlo**



Fuente: Elaboración propia, 2022

## 6.5. Múltiplos de Empresas Comparables

En este acápite se observa la realización de la valorización relativa el cual estimamos el valor de Spotify en función al valor del mercado de comparables similares y discutidos en capítulos previos. Es necesario enfatizar que dicho método no representa una valorización intrínseca. Se calculó el ratio de EV/margen bruto dado que no es posible calcular sobre la base de otras cuentas como EBITDA ya que dichas cuentas son negativas. Seguidamente, se determinó la mediana de ambos como múltiplo comparable. A continuación, se muestran los resultados obtenidos. De igual manera se realizó el mapeo de múltiplos de tres segmentos divididos: música; negocio digital a manera de suscripción y selección de comparables estándar según el punto 2.1.1.

**Tabla 38. Cálculo de múltiplos**

Comparables	EV/ GP	Comparables	País	EV/ GP	Comparables	EV/ GP
	(x Veces)	Suscription base		(x Veces)	Music industry	(x Veces)
					IHEARTMEDIA INC - CLASS	
Netflix Inc	11.42	NETFLIX INC		11.42	A	2.84
Iheart Media	2.84	MATCH GROUP INC		6.71	SIRIUS XM HOLDINGS INC	6.67
					WARNER MUSIC GROUP	
Sirius FM	6.67	BUMBLE INC-A		6.43	CORP-CL A	5.42
		PELOTON INTERACTIVE INC-A		5.05	UNIVERSAL MUSIC GROUP NV	
		CHEGG INC		5.82		
		NERDY INC		2.77		

		VIMEO INC		0.96	
Promedio	6.98	Promedio	7.09	Promedio	4.98
Mediana	6.67	Mediana	6.43	Mediana	5.42
Máximo	11.42	Máximo	11.42	Máximo	6.67
Mínimo	2.84	Mínimo	5.05	Mínimo	2.84
EV/ GP	6.665277	EV/ GP	6.430258	EV/ GP	5.422561
	468		267		68
Márgen Bruto Spotify	2,926	Márgen Bruto Spotify	2,926	Márgen Bruto Spotify	2,926
Valor de Empresa	19,503	Valor de Empresa	18,815	Valor de Empresa	15,866
+ Saldo Final de Caja	2,483	+ Saldo Final de Caja	2,483	+ Saldo Final de Caja	2,483
- Deuda	-1,683	- Deuda	-1,683	- Deuda	-1,683
Valor del Patrimonio	20,303	Valor del Patrimonio	19,615	Valor del Patrimonio	16,666
Acciones	193	Acciones	193	Acciones	193
Precio	105	Precio	102	Precio	86

Fuente: Bloomberg, 2022

## 6.6. Análisis de Transacciones Comparables

### 6.6.1. Opinión de los Analistas

Tomando en cuenta lo indicado por lo estipulado por los analistas en marzo de 2023, dado que es la información del total de Estados Financieros al 2022. Por consiguiente, se estipula lo siguiente:

**Tabla 39. Opinión de los Analistas**

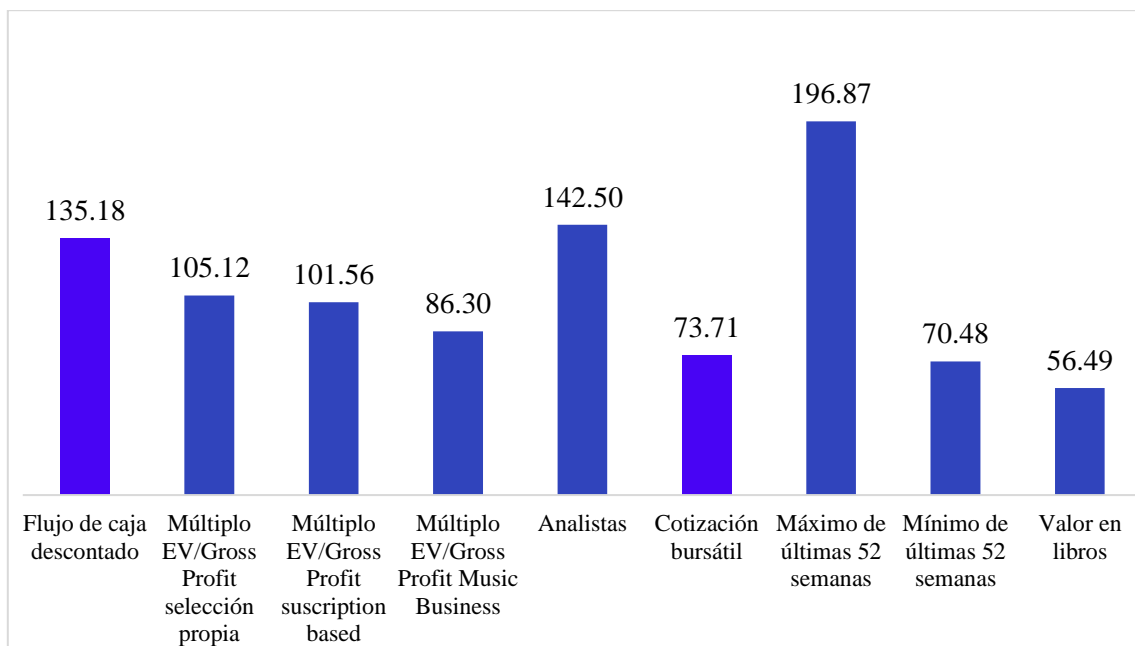
Empresa	Analista	Recomendación	Precio	
			Objetivo	Fecha
Macquarie	Timothy Nollen	Outperform	150	Mar-23
Atlantic	Hamilton Faber	Overweight	160	Mar-23
JP Morgan	Douglas Anmuth	Overweight	135	Mar-23
Truist Securities	Methew Thornton	Buy	132	Mar-23
Raymond James	Andrew Marok	Outperform	130	Mar-23
Evercore	Mark S F Moahaney	Outperform	185	Mar-23
Canaccord Genuity	Maria Ripps	Buy	150	Mar-23
Morgan Stanley	Benjamin Swinburne	Overweight	130	Mar-23
<b>Mediana</b>			<b>150</b>	

Fuente Bloomberg, 2022

### 6.6.2. Recomendación de inversión

Tomando en cuenta los supuestos en el presente trabajo, la recomendación es comprar ya que el valor estipulado es mayor al valor cotizado. Si bien la cotización a final del 31 de diciembre del 2022 resultó en 73.7, la acción se ha movido en un rango entre 70.48 y 196.87 euros.

**Figura 46. Resultados de Valorización**



Fuente Bloomberg, 2022

## CONCLUSIONES

1. Spotify es la plataforma líder de audio *streaming* en el mundo. Su éxito se basa en su operabilidad en cualquier dispositivo digital móvil, en casa o en el auto; su extensión global, lo que permite abarcar más mercados, su uso diario, su pago fácil a través de una tarjeta de crédito y el amor de marca que le tienen los usuarios a la plataforma, lo cual genera una relación constante que comienza con un servicio gratuito con publicidad y se convierte en una suscripción anual sin comerciales.
2. En cuanto al futuro de la compañía que impactará directamente en el de la Industria del *Streaming*, de música digital. Los directivos de Spotify han decidido operar su modelo de negocios de manera centralizada, es decir sus nuevas verticales generarán múltiples modelos de ingresos, que a su vez les permitirá monetizar la relación futura con sus usuarios sean, en la música , podcasting, audio libros, y nuevas verticales que se encuentran desarrollando, a diferencia de su principales competidores como Apple Music, Amazon Music y Google Muisc que operan sus líneas de negocio como la música y el podcasting de manera descentralizada.
3. Así mismo esta forma a Spotify les permitirá desplegar sus estrategias comerciales en diferentes mercados logrando la diferenciación, que le permita apalancarse en su base de usuarios existentes para conseguir una distribución rápida, así como su penetración en nuevos mercados y esto lo hará aprovechando su infraestructura para integrarlo todo en sola experiencia atractiva para sus usuarios. Así como a la fecha la compañía tiene una tasa de abandono de suscriptores más bajas en cuanto a los servicios de *streaming*.
4. Finalmente, su objetivo en cuanto a la creación de valor se da su fortaleza por su Balance permitiéndole una flexibilidad para desplegar sus estrategias comerciales, creando valor por medio de sus expansiones de negocio que se da por un crecimiento orgánico mediante adquisiciones, la monetización en cuanto a la relación del tiempo de los clientes para con la compañía y obteniendo retornos de capital mediante la recompra de acciones.

## RECOMENDACIONES

1. Aquí se puede manifestar los siguientes; los riesgos a controlar como por ejemplo la competencia, la experiencia de Usuario y la Ciclicidad de gasto en publicidad, dado que esta última es una industria cíclica y gran parte de los ingresos de la compañía vendrían por la publicidad a la par de los ingresos por suscripciones que dependiendo el mercado en el que estén no necesariamente los ingresos serían tan altos, a su vez si estos gastos caen el crecimiento futuro que se persigue a largo plazo como objetivo le podría tomar más tiempo.
2. En cuanto a cifras dadas como proyección para la próxima década por parte de los directivos de Spotify de lograr \$100B en Ingresos y Expandir márgenes brutos y operativos de 40% y 20% respectivamente, al ser objetivos tan ambiciosos lo que tendría que hacerse para conseguir una base de usuarios de 1.000 millones y que cada uno de esos usuarios generen un ingreso de 100 USD anuales, es decir duplicar la base actual de usuarios y cuadruplicar los ingresos que genera Spotify por cada usuario.
3. El Trabajo de valorización bajo el método de flujo de caja descontado presenta como resultado un valor para la acción de EUR 346.35, lo cual resulta mayor al precio de 78.75. La recomendación de comprar la acción es conforme con las estimaciones de los analistas de *research* que siguen la acción.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

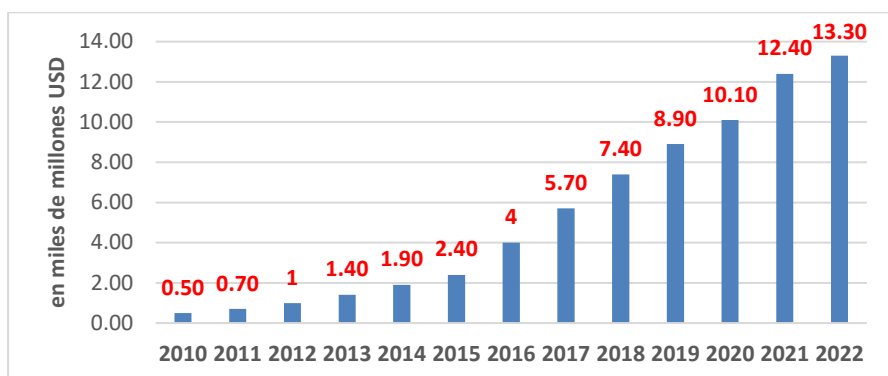
- Banco Mundial. (septiembre 2023). Perspectivas Económicas Mundiales. <<https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>>
- Bloomberg LP. (2022a). “Spot US Equity (función FA) al 29/12/2022”. [En línea]. Fecha de consulta: 28/05/2023. Disponible en: Bloomberg database.
- Bloomberg LP. (2022a). “NFLX US Equity (función FA) al 29/12/2022”. [En línea]. Fecha de consulta: 28/05/2023. Disponible en: Bloomberg database.
- Bloomberg LP. (2022a). “IHEART US Equity (función FA) al 29/12/2022”. [En línea]. Fecha de consulta: 28/05/2023. Disponible en: Bloomberg database.
- Bloomberg LP. (2022a). “SIRIUS US Equity (función FA) al 29/12/2022”. [En línea]. Fecha de consulta: 28/05/2023. Disponible en: Bloomberg database.
- Bloomberg LP. (2022a). “T GOV (función GY) al 29/12/2022”. [En línea]. Fecha de consulta: 28/05/2023. Disponible en: Bloomberg database.
- CFA Institute (2015). Corporate Finance, Portfolio Management & Equity, CFA Program Curriculum, Volumen 5, Chicago: Editorial Pearson.
- D’Alessio, F. (2008). El proceso estratégico: Un enfoque de gerencia. Estado de México: Pearson Educación de México S.A. de C.V. [En línea]. Fecha de consulta: 16/07/2023. Disponible en: <https://issuu.com/wilmerfermincastillomarquez/docs/-el-proceso-estrategico-un-enfoque>.
- Damodaran, A. (2003). “Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice”. En: Journal of Applied Finance. 13(2), 63–76. Fall/Winter 2003, New York: New York University - Stern School of Business. [En línea]. Fecha de consulta: 15/03/2020. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=480963](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480963).
- Damodaran, Aswath. (2002). Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Edition. Wiley Finance.
- Damodaran, Aswath. (agosto del 2023). Damodaran Online. Current Data. Levered and Unlevered Betas by Industry US. Stern School of Business, New York. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html).
- Ek, D. [@DanielEk]. (04 de febrero de 2019). Audio First [Tweet]. <https://newsroom.spotify.com/2019-02-06/audio-first/>

- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *The journal of political economy*, 607-636.
- Fondo Monetario Internacional. (agosto 2023). *Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial de julio de 2022*.  
<https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/07/26/world-economic-outlook-update-july-2022>
- Forsyth, Juan Alberto (2013). *Valoración de Empresas: métodos y consistencias*. Lima
- Gitman, Lawrence (2007). *Principios de administración financiera*. 11a ed. Ciudad de México: Prentice Hall.
- Goldman Sachs “*The Business of the Music*”  
[https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/from\\_briefings\\_24-june-2020.html](https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/from_briefings_24-june-2020.html)
- IFPI *Representing the recording industry worldwide* < <https://globalmusicreport.ifpi.org/>>
- J. Lintner “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets,” *Review of Economics and Statistics* 47 (1965): 13–37.
- NASDAQ “SPOT Ordinary Shares” <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/spot>
- Osterwalder, A., y Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generation*. Barcelona: Deustuo. [En línea]. Fecha de consulta: 19/05/2023. Disponible en:  
<http://www.convergenciamultimedial.com/landau/documentos/bibliografia-2016/osterwalder.pdf>
- Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas; Stowe, John. (2015). *Equity Asset Valuation: Third Edition*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy. Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press. [En línea]. Fecha de consulta: 26/07/2023. Disponible en:  
[https://www.academia.edu/11498170/COMPETITIVE\\_STRATEGY\\_Techniques\\_for\\_Analyzing\\_Industries\\_and\\_Competers](https://www.academia.edu/11498170/COMPETITIVE_STRATEGY_Techniques_for_Analyzing_Industries_and_Competers)
- RIAA “The Recording Industry Association of America” <<https://www.riaa.com/>>
- Roll, R., y Ross, S. (1995). “The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning”. En: *Financial Analysts Journal*. January-February 1995. [En línea]. Fecha de consulta: 15/06/2018. Disponible en:  
<https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v51.n1.1868>.
- Spotify “Affordable plans for any Situations” <<https://www.spotify.com/us/premium/>>

- Spotify “Investors” <<https://investors.spotify.com/home/default.aspx>>
- Spotify “Annual Reports” <<https://investors.spotify.com/financials/default.aspx#annual>>
- Spotify “Board of Directors”  
<<https://investors.spotify.com/governance/default.aspx#board>>
- Spotify “Investor Day Playlist”  
<<https://open.spotify.com/show/27rCMiAh7MtrE08AWONsnQ?si=M2uRu0raRXiGEXB0VKB5nA&nd=1>>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2016). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2017). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2018). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2019). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2020). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2021). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2022). Spotify Technology (Form 20-F). <https://www.sec.gov/>
- Statista “Datos estadísticos” [En línea]. Fecha de consulta: 10/08/2023. Disponible en:  
<<https://es.statista.com/temas/6670/spotify/#topicOverview/>>

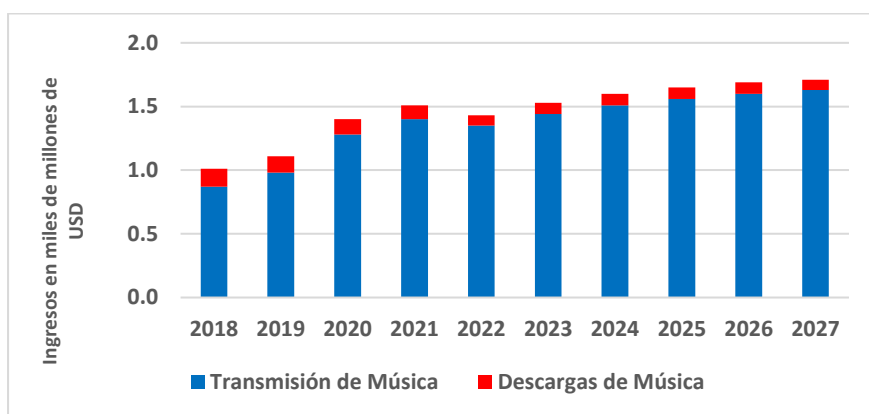
## **ANEXOS**

### Anexo 1. Ingresos de la Música Digital en EE. UU. 2010-2022



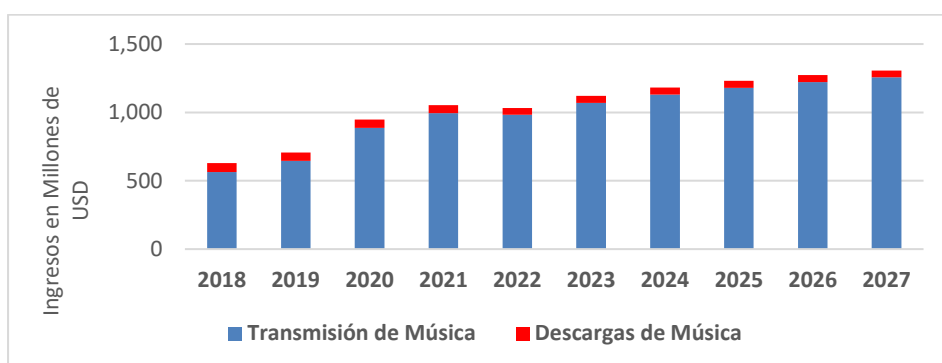
Fuente: Statista,

### Anexo 2. Ingresos Música Digital Alemania 2018-2027, (miles de MM de USD)



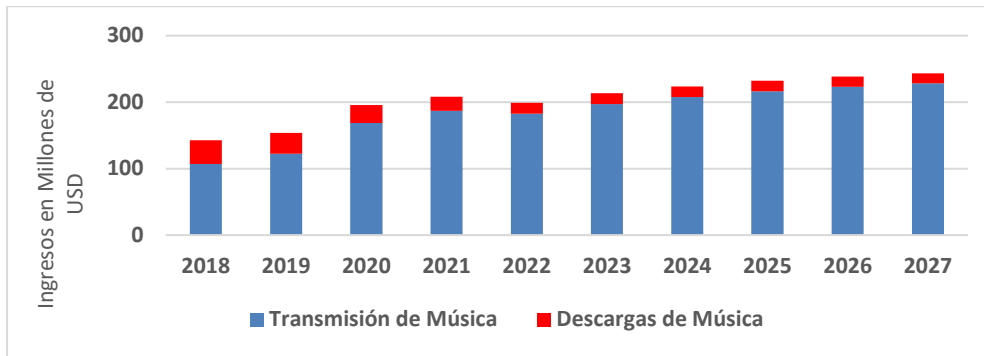
Fuente Statista.

### Anexo 3. Ingresos Música Digital Francia 2018-2027, por segmento (MM de USD)



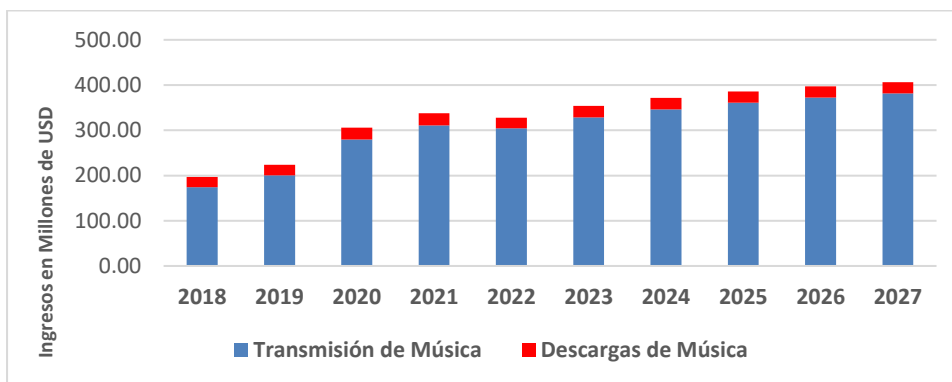
Fuente Statista.

**Anexo 4. Ingresos Música Digital Italia 2018-2027, por segmento (MM de USD)**



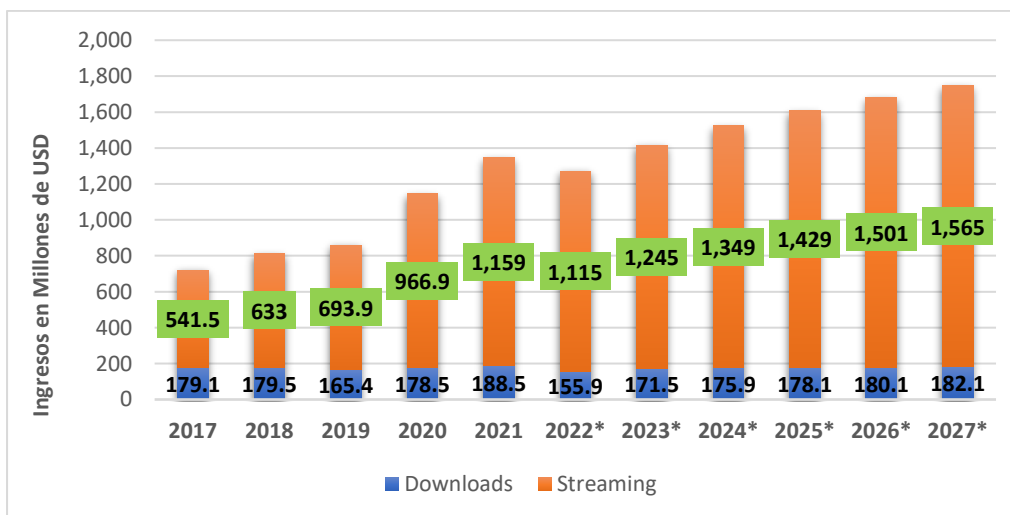
Fuente Statista.

**Anexo 5. Ingresos Música Digital España 2018-2027, por segmento (MM de USD)**



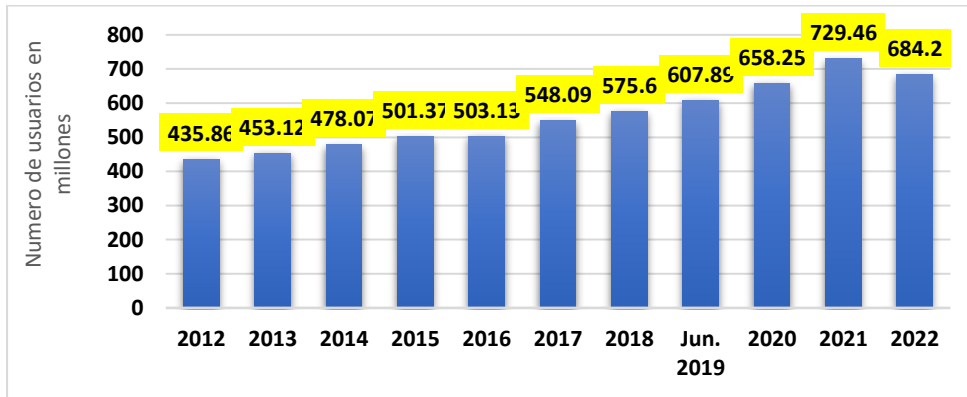
Fuente Statista.

**Anexo 6. Ingresos Música Digital Reino Unido de 2017 a 2027, por formato (Descargas y Transmisión) (MM de USD)**



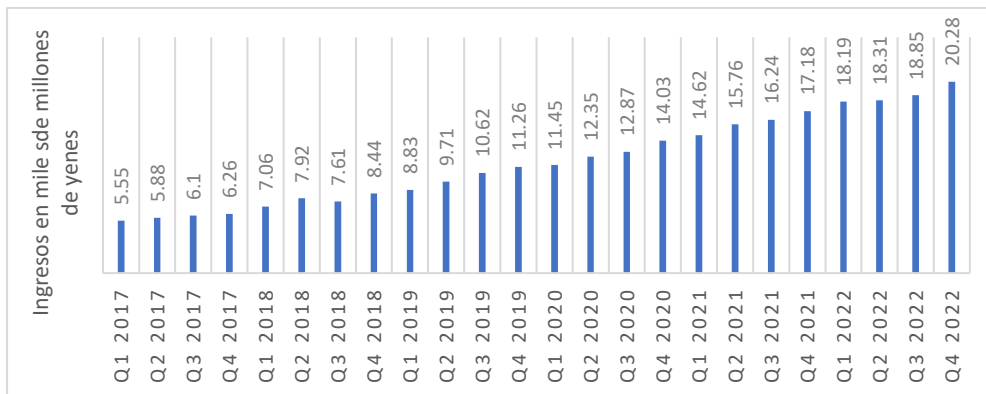
Fuente Statista.

**Anexo 7. Número de Usuarios de plataformas de transmisión de música en línea en China de 2012 a 2022 (en millones)**



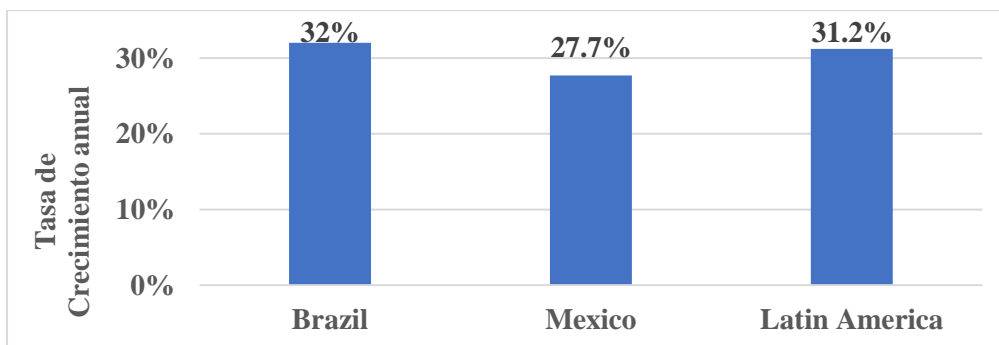
Fuente Statista.

**Anexo 8. Ingresos por ventas de *streaming* musical por suscripción Japón 2017 a 2022 (en miles de millones de yenes japoneses)**



Fuente Statista.

**Anexo 9. Cambio en ingresos por Música grabada en mercados de LATAM en 2021**



Fuente Statista.

## Anexo 10. Estados de Situación Financiera (ESF) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €)

		Análisis vertical						Análisis horizontal						
		2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Efectivo	EUR(mill)	36%	15%	21%	21%	<b>18%</b>	38%	33%	-36.8%	86.8%	19.5%	8.1%	138.4%	-9.5%
Cuentas por cobrar	EUR(mill)	11%	12%	9%	<b>8%</b>	7%	9%	9%	61.4%	11.1%	0.5%	15.4%	33.8%	11.1%
Impuesto a la renta	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		100.0%	0.0%	25.0%	0.0%	0.0%
Inversiones de corto plazo	EUR(mill)	40%	33%	21%	<b>14%</b>	<b>9%</b>	11%	11%	24.3%	-11.3%	-24.4%	-13.9%	26.8%	14.7%
Otros activos corrientes	EUR(mill)	5%	1%	1%	1%	<b>2%</b>	3%	4%	-71.3%	31.0%	78.9%	122.1%	62.9%	24.8%
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>91%</b>	<b>61%</b>	<b>52%</b>	<b>44%</b>	<b>37%</b>	<b>61%</b>	<b>57%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>84.8%</b>	<b>-0.5%</b>
Leasings con derecho de uso	EUR(mill)	0%	0%	0%	10%	7%	6%	5%				-9.2%	-1.6%	-4.6%
Inmueble maquinaria y equipo, neto	EUR(mill)	4%	2%	5%	6%	5%	5%	5%	-14.1%	169.9%	47.7%	7.6%	18.8%	-6.5%
Goodwill	EUR(mill)	0%	0%	3%	9%	12%	12%	15%			227.4%	54.0%	21.5%	30.6%
<b>Activos intangibles, neto</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>102.5%</b>	<b>-82.7%</b>	<b>107.1%</b>	<b>67.2%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>42.7%</b>
Inversión en asociada		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		-100.0%				
Inversiones de largo plazo	EUR(mill)	0%	29%	38%	29%	36%	13%	15%		80.9%	-9.1%	52.1%	-59.8%	24.2%
Otros activos	EUR(mill)	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	134.8%	20.4%	6.2%	13.0%	-1.3%	1.3%
Activos diferidos	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	200.0%	-11.1%	12.5%	66.7%	-13.3%	-38.5%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>9%</b>	<b>39%</b>	<b>48%</b>	<b>56%</b>	<b>63%</b>	<b>39%</b>	<b>43%</b>	<b>533%</b>	<b>73%</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>-29%</b>	<b>17%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>
Cuentas por pagar comerciales	EUR(mill)	7%	11%	10%	11%	10%	11%	11%	145%	25%	29%	16%	24%	7%
Impuesto a la renta	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	-22%	29%	0%	156%	-52%
Ingresos diferidos	EUR(mill)	7%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	45%	19%	24%	19%	21%	14%
Gastos devengados y otros pasivos	EUR(mill)	35%	28%	25%	28%	28%	26%	27%	20%	22%	34%	22%	5%	14%
Provisiones	EUR(mill)	3%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	4%	-29%	-69%	54%	10%	18%
Pasivos de derivados	EUR(mill)	6%	11%	8%	2%	2%	1%	0%	164%	-4%	-67%	-5%	-15%	-76%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>58%</b>	<b>60%</b>	<b>50%</b>	<b>48%</b>	<b>46%</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>	<b>52%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>
Obligaciones financieras (Notas inter)	EUR(mill)	53%	30%	0%	0%	0%	17%	15%	-15%	-100%				-6%
Pasivo por leasings	EUR(mill)	0%	0%	0%	12%	9%	8%	7%				-7%	0%	-4%
Gastos devengados y otros pasivos	EUR(mill)	0%	2%	2%	0%	1%	1%	0%	460%	52%	-76%	110%	-12%	-24%
Provisiones para contingencias	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	-67%	0%	250%	-57%
Pasivos de impuestos diferidos	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		-33%	0%	-100%		
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>53%</b>	<b>32%</b>	<b>2%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>	<b>-10%</b>	<b>-91%</b>	<b>595%</b>	<b>-4%</b>	<b>194%</b>	<b>-6%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>111%</b>	<b>92%</b>	<b>52%</b>	<b>60%</b>	<b>56%</b>	<b>70%</b>	<b>69%</b>	<b>23%</b>	<b>-22%</b>	<b>38%</b>	<b>14%</b>	<b>43%</b>	<b>4%</b>
Capital social	EUR(mill)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%						
Otro capital	EUR(mill)	40%	80%	88%	82%	72%	66%	63%	200%	53%	10%	9%	4%	1%
Acciones de tesorería	EUR(mill)	0%	0%	-2%	-7%	-3%	-4%	-3%			381%	-53%	49%	1%
Otras reservas	EUR(mill)	6%	6%	20%	18%	27%	12%	20%	45%	394%	6%	83%	-49%	78%
Resultados acumulados, deficit	EUR(mill)	-57%	-78%	-58%	-53%	-52%	-45%	-48%	104%	3%	8%	21%	-2%	13%
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>-11%</b>	<b>8%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>44%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>-199%</b>	<b>780%</b>	<b>-3%</b>	<b>38%</b>	<b>-24%</b>	<b>13%</b>
<b>Patrimonio Neto y Pasivo</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>

Fuente: Estados Financieros Consolidados Auditados Spotify (2016-2022).

### Anexo 11. Estados de Resultados (EERR) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €)

	Análisis vertical							Análisis horizontal					
	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	39%	29%	29%	16%	23%	21%
Premium	90%	90%	90%	90%	91%	88%	87%	38%	28%	29%	17%	19%	21%
Ad-Supported	10%	10%	10%	10%	9%	12%	13%	41%	30%	25%	10%	62%	22%
Costo de ventas	-86%	-79%	-74%	-75%	-74%	-73%	-75%	27%	21%	29%	16%	21%	24%
Premium	-75%	-70%	-66%	-66%	-65%	-62%	-63%	29%	21%	28%	15%	17%	23%
Ad-Supported	-11%	-9%	-8%	-9%	-9%	-11%	-12%	13%	19%	35%	23%	48%	33%
Utilidad Bruta	14%	21%	26%	25%	26%	27%	25%	112%	59%	27%	17%	29%	13%
Total de gastos operativos	-25%	-30%	-27%	-27%	-29%	-26%	-31%	64%	14%	29%	29%	8%	44%
Investigación & Desarrollo	-7%	-10%	-9%	-9%	-11%	-9%	-12%	91%	24%	25%	36%	9%	52%
Ventas y marketing	-12%	-14%	-12%	-12%	-13%	-12%	-13%	54%	9%	33%	25%	10%	39%
Gastos Generales y administrativo	-6%	-6%	-5%	-5%	-6%	-5%	-5%	51%	7%	25%	25%	2%	39%
Depreciación													
Gastos Generales y administrativos sin D&A													
Utilidad Operativa	-12%	-9%	-1%	-1%	-4%	1%	-6%	8%	-89%	70%	301%	-132%	-801%
Ingresos Financieros	5%	3%	9%	4%	1%	3%	4%	-22%	286%	-40%	-66%	162%	71%
Fair Value de pasivos de derivad	1%	2%	7%	3%	1%	1%	1%	322%	288%	-52%	-73%	8%	34%
Fair Value de Notas	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%						36%
Ingresos de intereses	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	280%	32%	24%	-45%	-35%	327%
Otro ingreso financiero	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		450%	-91%	700%	-25%	117%
Ganancias de tipo de cambio	4%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	-100%		42%	-67%	195%	122%
Costos financieros	-11%	-24%	-11%	-5%	-6%	-1%	-1%	188%	-40%	-43%	53%	-82%	45%
Fair Value de pasivos de derivad	-2%	-7%	-7%	-3%	-4%	0%	0%	531%	19%	-35%	31%	-98%	-100%
Fair Value de Notas	-8%	-13%	-4%	0%	0%	0%	0%	114%	-62%	-100%			200%
Interés de pasivos por arrendam	0%	0%	0%	-1%	-1%	0%	0%				8%	-2%	2%
Intereses, comisiones, y otros co	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-20%	50%	-17%	160%	-15%	55%
Costos de transacción relacionac	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%						-100%
Pérdida neta por diferencia en ca	-1%	-3%	0%	-1%	-2%	0%	-1%	276%	-88%	224%	171%	-92%	392%
Perdidas por asociadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-150%	-200%	-100%			
Resultado antes de IR	-18%	-30%	-3%	-2%	-9%	3%	-3%	130%	-86%	-24%	441%	-135%	-249%
Impuesto a las Ganancias	0%	0%	-2%	1%	-2%	3%	1%	-50%	-4850%	-158%	-333%	-321%	-79%
Utilidad Neta	-18%	-30%	-1%	-3%	-7%	0%	-4%	129%	-94%	138%	212%	-94%	1165%
Depreciación	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	44%	-54%	238%	21%	9%	26%
Amortización	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	38%	45%	56%	32%	61%
EBITDA	-11%	-8%	0%	0%	-2%	2%	-4%	4%	-97%	-227%	-1400%	-221%	-321%

Fuente: Estados Financieros Consolidados Auditados Spotify (2016-2022).

## Anexo 12. Estados de Flujos de Efectivo (EFE) - Análisis Vertical y Horizontal 2016-2022 (en millones €)

										Análisis Vertical						Análisis Horizontal						
		2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	
Utilidad neta	EUR(mill)	(539)	(1.235)	(78)	(186)	(581)	(34)	(430)	-18%	-30%	-1%	-3%	-7%	0%	-4%	129%	-94%	138%	212%	-94%	1165%	
Ajustes	EUR(mill)	378	973	162	335	582	484	344	13%	24%	3%	5%	7%	5%	3%	157%	-83%	107%	74%	-17%	-29%	
Depreciación	EUR(mill)	38	46	21	71	86	94	118	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	21%	-54%	238%	21%	9%	26%	
Amortización	EUR(mill)		8	11	16	25	33	53	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		38%	45%	56%	32%	61%	
Reservas (exceso y obsolescencia)	EUR(mill)			0		0	0	14	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%							
Gastos por compensación en acciones	EUR(mill)	53	65	88	122	176	223	381	2%	2%	2%	2%	2%	3%	23%		35%	39%	44%	27%	71%	
Ingresos financieros	EUR(mill)		-118	-455	-275	-94	-246	-421	0%	-3%	-9%	-4%	-1%	-3%	-4%		286%	-40%	-66%	162%	71%	
Gastos financieros	EUR(mill)		974	584	333	510	91	132	0%	24%	11%	5%	6%	1%	1%		-40%	-43%	53%	-82%	45%	
Pago de otros impuestos	EUR(mill)		2	-95	55	-128	283	60	0%	0%	-2%	1%	-2%	3%	1%		-4850%	-158%	-333%	-321%	-79%	
Otros	EUR(mill)	287	-4	8	13	7	6	7	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-101%	-300%	63%	-46%	-14%	17%	
Cambios en capital de trabajo	EUR(mill)	262	441	260	424	258	(89)	132	9%	11%	5%	6%	3%	-1%	1%	68%	-41%	63%	-39%	-134%	-248%	
Incrementos en cuentas por cobrar	EUR(mill)	262	-112	-61	-27	-187	-245	-84	9%	-3%	-1%	0%	-2%	-3%	-1%	-143%	-46%	-56%	593%	31%	-66%	
Incrementos en cuentas por pagar	EUR(mill)		447	291	454	425	137	226	0%	11%	6%	7%	5%	1%	2%		-35%	56%	-6%	-68%	65%	
Incrementos en ingresos diferidos	EUR(mill)		77	38	59	73	67	52	0%	2%	1%	1%	1%	0%	0%		-51%	55%	24%	-8%	-22%	
Incrementos en provisiones	EUR(mill)		8	-17	-35	6	5	-3	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%		-313%	106%	-117%	-17%	-160%	
Intereses pagados en pasivos de leasings	EUR(mill)		0	0	-37	-55	-50	-53	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	0%				49%	-9%	6%	
Intereses recibidos	EUR(mill)		19	18	14	4	3	37	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		-5%	-22%	-71%	-25%	1133%	
Impuesto a la renta	EUR(mill)		2	-9	-4	-8	-6	-43	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		-550%	-56%	100%	-25%	617%	
Efectivo en actividades de operación	EUR(mill)	101	179	344	573	259	361	46	3%	4%	7%	8%	3%	4%	0%	77%	92%	67%	-55%	39%	-87%	
Combinaciones de negocios	EUR(mill)	(1)	(49)	(9)	(331)	(336)	(115)	(306)	0%	-1%	0%	-5%	-4%	-1%	-3%	4800%	-82%	3578%	2%	-66%	166%	
Compra de propiedad planta y equipo	EUR(mill)	(30)	(36)	(125)	(135)	(78)	(85)	(25)	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	0%	20%	247%	8%	-42%	9%	-71%	
Compras de inversiones de corto plazo	EUR(mill)		(1,386)	(1,069)	(901)	(1,354)	(497)	(457)	0%	-34%	-20%	-13%	-17%	-5%	-4%		-23%	-16%	50%	-63%	-8%	
Ventas de inversiones de corto plazo	EUR(mill)		1,080	1,226	1,163	1,421	375	368	0%	26%	23%	17%	18%	4%	3%		14%	-5%	22%	-74%	-2%	
Ventas de inversiones de largo plazo	EUR(mill)				0	0	144	0	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%						-100%	
Cambio en cash restringido	EUR(mill)	4	2	(95)	55	(128)	283	60	0%	0%	-2%	1%	-2%	3%	1%	-50%	-4850%	-158%	-333%	-321%	-79%	
Otros	EUR(mill)	(796)	(10)	(35)	(16)	(27)	(10)	(3)	-27%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	-99%	250%	-54%	69%	-63%	-70%	
Efectivo en actividades de inversión	EUR(mill)	(823)	(399)	(107)	(165)	(502)	95	(363)	-28%	-10%	-2%	-2%	-6%	1%	-3%	-52%	-73%	54%	204%	-119%	-482%	
Pagos de pasivos de leasings	EUR(mill)			0	(17)	(24)	(35)	(43)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%					41%	46%	23%
Incentivos de leasings recibidos	EUR(mill)			0	15	20	7	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%					33%	-65%	-71%
Recompras de acciones ordinarias	EUR(mill)		0	(72)	(438)	0	(89)	(2)	0%	0%	-1%	-6%	0%	-1%	0%			508%	-100%		-98%	
Ganancias de ejecución de opciones de acciones	EUR(mill)	60	29	163	154	319	167	43	2%	1%	3%	2%	4%	2%	0%	-52%	462%	-6%	107%	-48%	-74%	
Ganancias de ejercicio de warrants	EUR(mill)			0	74				0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%					-100%		
Ganancias de emisión de warrants	EUR(mill)		9	0	15	0	31	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		-100%		-100%		-100%	
Ganancias de emisión de Notas	EUR(mill)			0	0	1,223	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	13%	0%						-100%	
Pagos de impuestos por acciones a empleados	EUR(mill)	856	(4)	1	(6)	(30)	(54)	(40)	29%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	-100%	-125%	-700%	400%	80%	-26%	
Efectivo en actividades de financiamiento	EUR(mill)	916	34	92	(203)	285	1,250	(40)	31%	1%	2%	-3%	4%	13%	0%	-96%	171%	-321%	-240%	339%	-103%	
Aumento neto	EUR(mill)	194	(186)	329	205	42	1,706	(357)	7%	-5%	6%	3%	1%	18%	-3%	-196%	-277%	-38%	-80%	3962%	-121%	
Diferencia de cambio	EUR(mill)	(32)	(56)	0	22	(86)	169	156	-1%	-1%	0%	0%	-1%	2%	1%	75%	-100%		-491%	-297%	-8%	
Efectivo a inicios de año	EUR(mill)	597	755	477	891	1,065	1,021	2,896	20%	18%	9%	13%	14%	11%	25%	26%	-37%	87%	20%	-4%	184%	
Efectivo al final del año	EUR(mill)	759	513	806	1,118	1,021	2,896	2,695	26%	13%	15%	17%	13%	30%	23%	-32%	57%	39%	-9%	184%	-7%	

Fuente: Estados Financieros Consolidados Auditados Spotify (2016-2022).

### Anexo 13. Ratios financieros y Comparables 2016-2022

								Iheart Media							Tencent Music							Sirius FM						
Ratios de liquidez	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Current Ratio (>1)	1.6x	1.0x	1.0x	0.9x	0.8x	1.4x	1.2x	150%	13%	179%	212%	226%	173%	177%	198%	212%	333%	317%	330%	256%	227%	24%	17%	17%	30%	31%	40%	35%
Quick Ratio	0.6x	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x	0.9x	0.7x	50%	2%	18%	60%	100%	41%	40%	132%	147%	280%	265%	271%	195%	178%	8%	2%	2%	3%	2%	6%	2%
Ratios de gestión	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Periodo Medio de Cobro (PMC)	24	31	27	21	21	23	21	82.04	84.99	120.13	87.78	105.79	93.95	96.48		31.24	25.42	26.41	31.37	37.44	40.44	16.70	15.63	15.01	21.14	30.55	29.26	27.91
Periodo Medio de Pago (PMP)	20	38	40	40	40	41	35	22.57	22.62	36.57	21.39	37.24	48.96	55.04		51.88	44.80	47.81	56.48	65.95	87.04		130.88	120.80	100.77	121.42	116.29	112.55
PMI	0	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		1.12	1.01	0.66	0.41	0.35	0.35	3.92	3.52	3.35	1.77	1.07	0.46	
CCC		(8)	(13)	(19)	(19)	(18)	(14)	59.47	62.37	83.56	66.39	68.55	44.99	41.44		112%	101%	66%	41%	35%	35%	2061%	-11173%	-10243%	-7786%	-8980%	-8657%	-8464%
Ratios de rentabilidad	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	14%	21%	26%	25%	26%	27%	25%	62%	60%	71%	68%	61%	63%	62%	28%	35%	38%	34%	32%	30%	31%	60%	61%	60%	56%	55%	54%	54%
Margen Operativo	-12%	-9%	-1%	-1%	-4%	1%	-6%																					
Margen EBITDA	-11%	-8%	0%	0%	-2%	2%	-4%	34%	25%	25%	26%	-40%	22%	17%	7%	17%	11%	18%	17%	14%	17%	34%	36%	35%	28%	18%	30%	29%
Margen Neto (ROS)	-18%	-30%	-1%	-3%	-7%	0%	-4%	-5%	-6%	-6%	307%	-65%	-4%	-7%	2%	12%	10%	16%	14%	10%	13%	15%	12%	20%	12%	2%	15%	13%
ROA	-26%	-40%	-2%	-4%	-9%	0%	-6%	-2%	-3%	-2%	97%	-19%	-2%	-3%	—	5%	5%	8%	7%	4%	5%	9%	8%	14%	9%	1%	13%	12%
ROE	225%	-519%	-4%	-9%	-21%	-2%	-18%	3%	4%	2%	384%	-182%	-17%	-39%	0%	5%	5%	9%	7%	6%	8%	27%	49%	-706%	-115%	-9%	-72%	-165%
Ratios de endeudamiento	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda / Patrimonio (<3.5)	-4.61x	3.97x	0.00x	0.31x	0.21x	0.84x	0.70x																					
Pasivo / Patrimonio	-9.75x	12.05x	1.07x	1.51x	1.26x	2.38x	2.18x	-2.18	-2.08	-2.06	2.74	7.76	8.70	11.18	0.14	0.15	0.18	0.21	0.29	0.32	0.36	-11.11	-6.47	-5.50	-16.15	-5.52	-4.91	-3.99

Fuente: Estados Financieros Consolidados Auditados Spotify (2016-2022).

### Anexo 14. Estado de Situación Financiera – Proyectado (en millones €)

		2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Efectivo	EUR(mill)	755	477	891	1,065	1,151	2,744	2,483	1,178	1,047	1,109	1,518	2,487	4,489	7,582	11,923	17,600	24,250
Cuentas por cobrar	EUR(mill)	223	360	400	402	464	621	690	948	1,144	1,294	1,486	1,710	1,939	2,153	2,411	2,638	2,845
Impuesto a la renta	EUR(mill)		0	2	4	4	5	5	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4
Inversiones de corto plazo	EUR(mill)	830	1,032	915	692	596	756	867	780	702	632	569	512	461	415	373	336	302
Otros activos corrientes	EUR(mill)	101	29	38	68	151	246	307	134	139	155	171	186	191	183	166	170	175
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>1,909</b>	<b>1,898</b>	<b>2,246</b>	<b>2,231</b>	<b>2,366</b>	<b>4,372</b>	<b>4,352</b>	<b>3,044</b>	<b>3,037</b>	<b>3,194</b>	<b>3,749</b>	<b>4,900</b>	<b>7,085</b>	<b>10,338</b>	<b>14,878</b>	<b>20,748</b>	<b>27,576</b>
Leasings con derecho de uso	EUR(mill)		0	0	489	444	437	417	372	323	269	211	149	86	24	(38)	(101)	(159)
Inmueble maquinaria y equipo, neto	EUR(mill)	85	73	197	291	313	372	348	334	315	292	264	232	195	153	108	57	3
Goodwill	EUR(mill)			146	478	736	894	1,168	1,479	1,794	2,114	2,439	2,769	3,104	3,443	3,788	4,139	4,494
Activos intangibles, neto	EUR(mill)	80	162	28	58	97	89	127	90	41	(20)	(93)	(178)	(275)	(384)	(505)	(639)	(784)
Inversión en asociada			1						0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de largo plazo	EUR(mill)	0	910	1,646	1,497	2,277	916	1,138	1,457	1,447	1,240	1,320	1,366	1,343	1,317	1,337	1,341	1,334
Otros activos	EUR(mill)	23	54	65	69	78	77	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Activos diferidos	EUR(mill)	3	9	8	9	15	13	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>191</b>	<b>1,209</b>	<b>2,090</b>	<b>2,891</b>	<b>3,960</b>	<b>2,798</b>	<b>3,284</b>	<b>3,817</b>	<b>4,005</b>	<b>3,980</b>	<b>4,227</b>	<b>4,423</b>	<b>4,539</b>	<b>4,640</b>	<b>4,775</b>	<b>4,883</b>	<b>4,975</b>
<b>Total Activos</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>2,100</b>	<b>3,107</b>	<b>4,336</b>	<b>5,122</b>	<b>6,326</b>	<b>7,170</b>	<b>7,636</b>	<b>6,861</b>	<b>7,042</b>	<b>7,174</b>	<b>7,976</b>	<b>9,323</b>	<b>11,623</b>	<b>14,978</b>	<b>19,653</b>	<b>25,631</b>	<b>32,551</b>
Cuentas por pagar comerciales	EUR(mill)	139	341	427	549	638	793	845	1,315	1,590	1,802	2,037	2,241	2,433	2,606	2,840	3,067	3,302
Impuesto a la renta	EUR(mill)	6	9	7	9	9	23	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Ingresos diferidos	EUR(mill)	149	216	258	319	380	458	520	520	520	520	520	520	520	520	520	520	520
Gastos devengados y otros pasivos	EUR(mill)	735	881	1,076	1,438	1,748	1,841	2,093	1,780	1,866	1,895	1,908	1,862	1,883	1,887	1,885	1,879	1,884
Provisiones	EUR(mill)	57	59	42	13	20	22	26	20	22	23	23	22	22	22	22	22	22
Pasivos de derivados	EUR(mill)	134	354	339	111	105	89	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>1,220</b>	<b>1,860</b>	<b>2,149</b>	<b>2,439</b>	<b>2,900</b>	<b>3,226</b>	<b>3,516</b>	<b>3,667</b>	<b>4,030</b>	<b>4,271</b>	<b>4,521</b>	<b>4,677</b>	<b>4,890</b>	<b>5,068</b>	<b>5,300</b>	<b>5,520</b>	<b>5,759</b>
Obligaciones financieras (Notas intercambiadas)	EUR(mill)	1,106	944			0	1,202	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128
Pasivo por leasings	EUR(mill)			0	622	577	579	555	583	574	573	571	575	573	573	573	574	573
Gastos devengados y otros pasivos	EUR(mill)	10	56	85	20	42	37	28	32	35	33	32	33	33	33	33	33	33
Provisiones para contingencias	EUR(mill)	4	6	6	2	2	7	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Pasivos de impuestos diferidos	EUR(mill)	0	3	2	2		0	5	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>1,120</b>	<b>1,009</b>	<b>93</b>	<b>646</b>	<b>621</b>	<b>1,825</b>	<b>1,719</b>	<b>1,749</b>	<b>1,743</b>	<b>1,740</b>	<b>1,738</b>	<b>1,742</b>	<b>1,741</b>	<b>1,740</b>	<b>1,740</b>	<b>1,741</b>	<b>1,741</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>2,340</b>	<b>2,869</b>	<b>2,242</b>	<b>3,085</b>	<b>3,521</b>	<b>5,051</b>	<b>5,235</b>	<b>5,416</b>	<b>5,773</b>	<b>6,012</b>	<b>6,258</b>	<b>6,420</b>	<b>6,631</b>	<b>6,808</b>	<b>7,040</b>	<b>7,261</b>	<b>7,500</b>
Capital social	EUR(mill)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otro capital	EUR(mill)	830	2,488	3,801	4,192	4,583	4,746	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789	4,789
Acciones de tesorería	EUR(mill)		0	(77)	(370)	(175)	(260)	(262)	(261)	(262)	(261)	(261)	(261)	(261)	(261)	(261)	(261)	(261)
Otras reservas	EUR(mill)	122	177	875	924	1,687	853	1,521	1,187	1,354	1,271	1,312	1,291	1,302	1,297	1,299	1,298	1,299
Resultados acumulados, deficit	EUR(mill)	(1,192)	(2,427)	(2,505)	(2,709)	(3,290)	(3,220)	(3,647)	(4,270)	(4,612)	(4,636)	(4,122)	(2,916)	(837)	2,346	6,786	12,545	19,225
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>(240)</b>	<b>238</b>	<b>2,094</b>	<b>2,037</b>	<b>2,805</b>	<b>2,119</b>	<b>2,401</b>	<b>1,445</b>	<b>1,270</b>	<b>1,162</b>	<b>1,718</b>	<b>2,903</b>	<b>4,993</b>	<b>8,170</b>	<b>12,613</b>	<b>18,370</b>	<b>25,051</b>
<b>Patrimonio Neto y Pasivo</b>	<b>EUR(mill)</b>	<b>2,100</b>	<b>3,107</b>	<b>4,336</b>	<b>5,122</b>	<b>6,326</b>	<b>7,170</b>	<b>7,636</b>	<b>6,861</b>	<b>7,042</b>	<b>7,174</b>	<b>7,976</b>	<b>9,323</b>	<b>11,623</b>	<b>14,978</b>	<b>19,653</b>	<b>25,631</b>	<b>32,551</b>

Nota: Adaptados de Bloomberg.2023

### Anexo 15. Estado de Resultados – Proyectado (en millones €)

		2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Ventas	EUR(mill)	2,952	4,090	5,259	6,764	7,880	9,668	11,727	14,435	17,439	20,543	24,203	27,612	30,986	34,419	38,127	41,936	45,513
Premium	EUR(mill)	2,657	3,674	4,717	6,086	7,135	8,460	10,251	12,605	15,293	17,961	21,065	23,990	26,778	29,548	32,439	35,400	38,055
Ad-Supported	EUR(mill)	295	416	542	678	745	1,208	1,476	1,830	2,146	2,582	3,139	3,622	4,208	4,870	5,688	6,536	7,457
Costo de ventas	EUR(mill)	(2,551)	(3,241)	(3,906)	(5,042)	(5,865)	(7,077)	(8,801)	(10,729)	(12,711)	(14,714)	(17,038)	(19,081)	(21,041)	(22,968)	(25,016)	(27,034)	(29,335)
Premium	EUR(mill)	(2,221)	(2,868)	(3,461)	(4,443)	(5,126)	(5,986)	(7,355)	(8,879)	(10,572)	(12,181)	(14,010)	(15,641)	(17,108)	(18,490)	(19,874)	(21,224)	(22,816)
Ad-Supported	EUR(mill)	(330)	(373)	(445)	(599)	(739)	(1,091)	(1,446)	(1,850)	(2,140)	(2,533)	(3,028)	(3,440)	(3,933)	(4,478)	(5,142)	(5,810)	(6,518)
Utilidad Bruta	EUR(mill)	401	849	1,353	1,722	2,015	2,591	2,926	3,706	4,728	5,829	7,166	8,531	9,945	11,450	13,111	14,902	16,178
Total de gastos operativos	EUR(mill)	(750)	(1,227)	(1,396)	(1,795)	(2,308)	(2,497)	(3,585)	(4,241)	(5,049)	(5,838)	(6,540)	(6,973)	(7,239)	(7,254)	(7,240)	(7,252)	(7,309)
Investigación & Desarrollo	EUR(mill)	(207)	(396)	(493)	(615)	(837)	(912)	(1,387)	(1,809)	(2,233)	(2,577)	(2,768)	(2,752)	(2,516)	(2,099)	(1,583)	(1,067)	(634)
Ventas y marketing	EUR(mill)	(368)	(567)	(620)	(826)	(1,029)	(1,135)	(1,572)	(1,824)	(2,175)	(2,586)	(3,062)	(3,474)	(3,942)	(4,340)	(4,805)	(5,295)	(5,749)
Gastos Generales y administrativos	EUR(mill)	(175)	(264)	(283)	(354)	(442)	(450)	(626)	(609)	(641)	(675)	(710)	(747)	(780)	(815)	(852)	(890)	(925)
Depreciación		(32)	(46)	(21)	(71)	(86)	(94)	(118)	(131)	(140)	(148)	(157)	(166)	(171)	(175)	(180)	(184)	(184)
Gastos Generales y administrativos sin D&A		(143)	(218)	(262)	(283)	(356)	(356)	(508)	(478)	(502)	(527)	(553)	(581)	(610)	(640)	(672)	(706)	(741)
Utilidad Operativa	EUR(mill)	(349)	(378)	(43)	(73)	(293)	94	(659)	(535)	(322)	(9)	626	1,558	2,707	4,196	5,871	7,650	8,870
Ingresos Financieros	EUR(mill)	152	118	455	275	94	246	421	281	281	289	301	274	273	296	302	287	288
Fair Value de pasivos de deriva	EUR(mill)	23	97	376	182	49	53	71	122	122	134	139	109	100	106	113	118	117
Fair Value de Notas	EUR(mill)				0	0	117	159	69	69	69	69	69	78	87	84	74	75
Ingresos de intereses	EUR(mill)	5	19	25	31	17	11	47	22	22	24	25	25	24	25	27	24	25
Otro ingreso financiero	EUR(mill)	0	2	11	1	8	6	13	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7
Ganancias de tipo de cambio	EUR(mill)	124	0	43	61	20	59	131	63	63	55	62	64	64	70	71	64	64
Costos financieros	EUR(mill)	(338)	(973)	(585)	(333)	(510)	(91)	(132)	(359)	(291)	(293)	(251)	(232)	(246)	(247)	(258)	(268)	(263)
Fair Value de pasivos de deriva	EUR(mill)	(48)	(303)	(360)	(235)	(307)	(5)	0	(104)	(36)	(47)	(62)	(48)	(53)	(54)	(52)	(53)	(53)
Fair Value de Notas	EUR(mill)	(245)	(524)	(201)	0	0	(5)	(15)	(141)	(141)	(128)	(79)	(64)	(72)	(81)	(90)	(100)	(94)
Interés de pasivos por arrendam	EUR(mill)			0	(38)	(41)	(40)	(41)	(32)	(32)	(32)	(32)	(36)	(36)	(35)	(34)	(34)	(34)
Intereses, comisiones, y otros cc	EUR(mill)	(5)	(4)	(6)	(5)	(13)	(11)	(17)	(9)	(9)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)	(10)	(10)
Costos de transacción relaciona	EUR(mill)				0	0	(18)	0	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(4)	(5)	(5)
Pérdida neta por diferencia en c:	EUR(mill)	(38)	(143)	(17)	(55)	(149)	(12)	(59)	(68)	(68)	(71)	(62)	(68)	(70)	(60)	(66)	(66)	(66)
Perdidas por asociadas	EUR(mill)	(2)	1	(1)					(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Resultado antes de IR	EUR(mill)	(535)	(1,233)	(173)	(131)	(709)	249	(370)	(613)	(332)	(13)	676	1,599	2,734	4,245	5,915	7,669	8,894
Impuesto a las Ganancias	EUR(mill)	4	2	(95)	55	(128)	283	60	(9)	(11)	(11)	(162)	(393)	(655)	(1,063)	(1,475)	(1,911)	(2,215)
Utilidad Neta	EUR(mill)	(539)	(1,235)	(78)	(186)	(581)	(34)	(430)	(623)	(342)	(24)	514	1,206	2,079	3,183	4,441	5,758	6,680
Depreciación	EUR(mill)	32.0	46.0	21.0	71.0	86.0	94.0	118.0	131	140	148	157	166	171	175	180	184	184
Amortización	EUR(mill)	6.0	8.0	11.0	16.0	25.0	33.0	53.0	81	93	106	118	130	142	154	166	178	190
EBITDA	EUR(mill)	(311)	(324)	(11)	14	(182)	221	(488)	(323)	(88)	245	900	1,853	3,019	4,525	6,216	8,012	9,244

Nota: Adaptados de Bloomberg.2023

## Anexo 16. Estado de Flujos de Efectivo – Proyectado (en millones €)

		2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H	2019H	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Utilidad neta	EUR(mill)	(539)	(1,235)	(78)	(186)	(581)	(34)	(430)	(623)	(342)	(24)	514	1,206	2,079	3,183	4,441	5,758	6,680
Ajustes	EUR(mill)	378	973	162	335	582	484	344	299	254	269	386	647	940	1,343	1,776	2,253	2,564
Depreciación	EUR(mill)	38	46	21	71	86	94	118	131	140	148	157	166	171	175	180	184	184
Amortización	EUR(mill)		8	11	16	25	33	53	81	93	106	118	130	142	154	166	178	190
Reservas (exceso y obsolescencia)	EUR(mill)			0		0	0	14										
Gastos por compensación en acciones	EUR(mill)	53	65	88	122	176	223	381										
Ingresos financieros	EUR(mill)		(118)	(455)	(275)	(94)	(246)	(421)	(281)	(281)	(289)	(301)	(274)	(273)	(296)	(302)	(287)	(288)
Gastos financieros	EUR(mill)		974	584	333	510	91	132	359	291	293	251	232	246	247	258	268	263
Pago de otros impuestos	EUR(mill)		2	(95)	55	(128)	283	60	9	11	11	162	393	655	1,063	1,475	1,911	2,215
Otros	EUR(mill)	287	(4)	8	13	7	6	7										
Cambios en capital de trabajo	EUR(mill)	262	441	260	424	258	(89)	132	235	(77)	(94)	(215)	(492)	(769)	(1,176)	(1,571)	(2,015)	(2,286)
Incrementos en cuentas por cobrar	EUR(mill)	262	(112)	(61)	(27)	(187)	(245)	(84)										
Incrementos en cuentas por pagar	EUR(mill)		447	291	454	425	137	226	470	276	211	235	204	192	173	234	226	235
Incrementos en ingresos diferidos	EUR(mill)		77	38	59	73	67	52										
Incrementos en provisiones	EUR(mill)		8	(17)	(35)	6	5	(3)	174	(5)	(16)	(17)	(15)	(5)	8	18	(4)	(4)
Intereses pagados en pasivos de leasing	EUR(mill)		0	0	(37)	(55)	(50)	(53)	(141)	(141)	(128)	(79)	(64)	(72)	(81)	(90)	(100)	(94)
Intereses recibidos	EUR(mill)		19	18	14	4	3	37	(258)	(196)	(150)	(192)	(224)	(229)	(214)	(258)	(226)	(207)
Impuesto a la renta	EUR(mill)		2	(9)	(4)	(8)	(6)	(43)	(9)	(11)	(11)	(162)	(393)	(655)	(1,063)	(1,475)	(1,911)	(2,215)
Efectivo en actividades de operación	EUR(mill)	101	179	344	573	259	361	46	(88)	(166)	151	685	1,361	2,250	3,349	4,645	5,997	6,958
Combinaciones de negocios	EUR(mill)	(1)	(49)	(9)	(331)	(336)	(115)	(306)	(311)	(315)	(320)	(325)	(330)	(335)	(340)	(345)	(350)	(355)
Compra de propiedad planta y equipo	EUR(mill)	(30)	(36)	(125)	(135)	(78)	(85)	(25)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)
Compras de inversiones de corto plazo	EUR(mill)		(1,386)	(1,069)	(901)	(1,354)	(497)	(457)	(364)	(35)	163	(125)	(90)	(22)	(19)	(64)	(49)	(38)
Ventas de inversiones de corto plazo	EUR(mill)		1,080	1,226	1,163	1,421	375	368	87	78	70	63	57	51	46	41	37	34
Ventas de inversiones de largo plazo	EUR(mill)				0	0	144	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cambio en cash restringido	EUR(mill)		(34)	(10)	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	EUR(mill)	(796)	(10)	(35)	(16)	(27)	(10)	(3)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo en actividades de inversión	EUR(mill)	(827)	(435)	(22)	(218)	(372)	(187)	(423)	(659)	(343)	(158)	(459)	(435)	(377)	(384)	(439)	(433)	(432)
Efectivo en actividades de financiamiento	EUR(mill)	916	34	92	(203)	285	1,250	(40)	(169)	359	110	232	158	178	184	203	185	186
Aumento neto	EUR(mill)	190	(222)	414	152	172	1,424	(417)	(916)	(150)	103	459	1,085	2,051	3,149	4,410	5,749	6,713
Diferencia de cambio		(32)	(56)	0	22	(86)	169	156	(68)	(68)	(72)	(63)	(69)	(70)	(60)	(66)	(67)	(67)
Efectivo a inicios de año	EUR(mill)	597	755	477	891	1,065	1,151	2,744	2,483	1,499	1,280	1,312	1,707	2,724	4,704	7,793	12,136	17,819
Efectivo al final del año	EUR(mill)	755	477	891	1,065	1,151	2,744	2,483	1,499	1,280	1,312	1,707	2,724	4,704	7,793	12,136	17,819	24,464

Nota: Adaptados de Bloomberg.2023

## Anexo 17. Análisis de la Tasa WACC

Concepto	Valor
Tasa Impositiva	16%
Ratio Deuda Financiera / Capital mercado	1.11
Beta Apalancado	1.11
Prima de mercado	6.00%
Tasa libre de riesgo Treasury	3.88%
<b>Costo del patrimonio (USD)</b>	<b>11%</b>
Tasa Promedio Deuda (Kd USD)	4%
Peso de la deuda	53%
Peso del patrimonio	47%
<b>Weighted Average Cost of Capital (USD)</b>	<b>6.9%</b>
Inflación Largo Plazo USA	1.50%
Inflación Largo Plazo Unión Europea	1.70%
<b>Weighted Average Cost of Capital (EUR)</b>	<b>7%</b>

Fuente: Elaboración Propia.2023

Concepto	Valor	Fuente
Tasa Impositiva	12%	Pago de impuestos del Estado de Flujo de Efectivo sobre la utilidad antes de impuestos
Ratio Deuda Financiera / Capital mercado	0.43	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
Beta Apalancado	1.44	Beta a partir de la regresión de 2 años con retornos semanales contra el índice NYSE
Prima de mercado	6.64%	1928 - 2019 media aritmética (Damodaran)
<b>Costo del patrimonio (USD)</b>	<b>13%</b>	
Inflación Largo Plazo USA	2%	Estimaciones FED
Inflación Largo Plazo Unión Europea	2%	Estimaciones Banco Europeo
<b>Costo del patrimonio (EUR)</b>	<b>13.71%</b>	
Tasa Promedio Deuda (Kd EUR)	11%	A partir de gasto financiero sobre promedio de deuda
Peso de la deuda	30%	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
Peso del patrimonio	70%	A partir de comparables Netflix, Sirius, IHeart Media
<b>Weighted Average Cost of Capital (EUR)</b>	<b>12.6%</b>	

### Anexo 18. Detalle de la tasa WACC

La tasa de descuento aplicada fue calculada bajo el método del Costo de Capital Promedio Ponderado (“WACC”), el cual se encarga de medir el costo de capital de la empresa basado en el costo del patrimonio y deuda después de impuestos. La estructura financiera de la empresa: Proporción de Deuda y Patrimonio, esta tasa refleja el rendimiento requerido por los grupos de interés de la empresa y se calcula de la siguiente:

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

Donde:

$K_d$  = Costo de la deuda

$K_e$  = Costo del capital

$t$  = Tasa de impuesto de la empresa (Tasa legal de impuestos<sup>24</sup>)

$D$  = Deuda (a valor de mercado)

$E$  = Capital (a valor de mercado)

Siendo  $\frac{D}{(D+E)}$  y  $\frac{E}{(D+E)}$  las proporciones de deuda y capital con respecto al valor total del capital utilizado.

Por último, hay que mencionar que esta tasa calculada se utilizara para descontar tanto los flujos proyectados como la perpetuidad bajo el supuesto de una estructura de capital constante.

### Anexo 19. Detalle del Costo de Capital ( $K_e$ )

El modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) es el método más usado para estimar el costo del Capital, y es formulado de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SPREAD$$

De acuerdo con la ecuación planteada, el costo de capital se basa en tres factores, Mckinsey & Company (2010):

- ✓ La tasa libre de riesgo
- ✓ Prima por riesgo de mercado
- ✓ Tasas spread que el inversionista considere conveniente, la más usada es el riesgo país.

---

<sup>24</sup> CFA Institute (2015)

## Anexo 20. Algunas Celebridades y Creadores de Contenido Exclusivos de Spotify

Barack y  
Michelle Obama



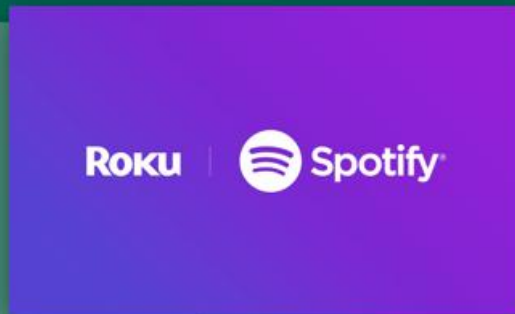
Joe Rogan  
Podcaster



Rolling Stones &  
Barcelona FC.

## Anexo 21. Plataforma y Productos de Spotify

# Construyendo la Red de Audio Número 1 del Mundo



Asociación con Roku para hacer videos anuncios disponibles en la experiencia de la aplicación Spotify en Dispositivos de TV conectados a Roku.

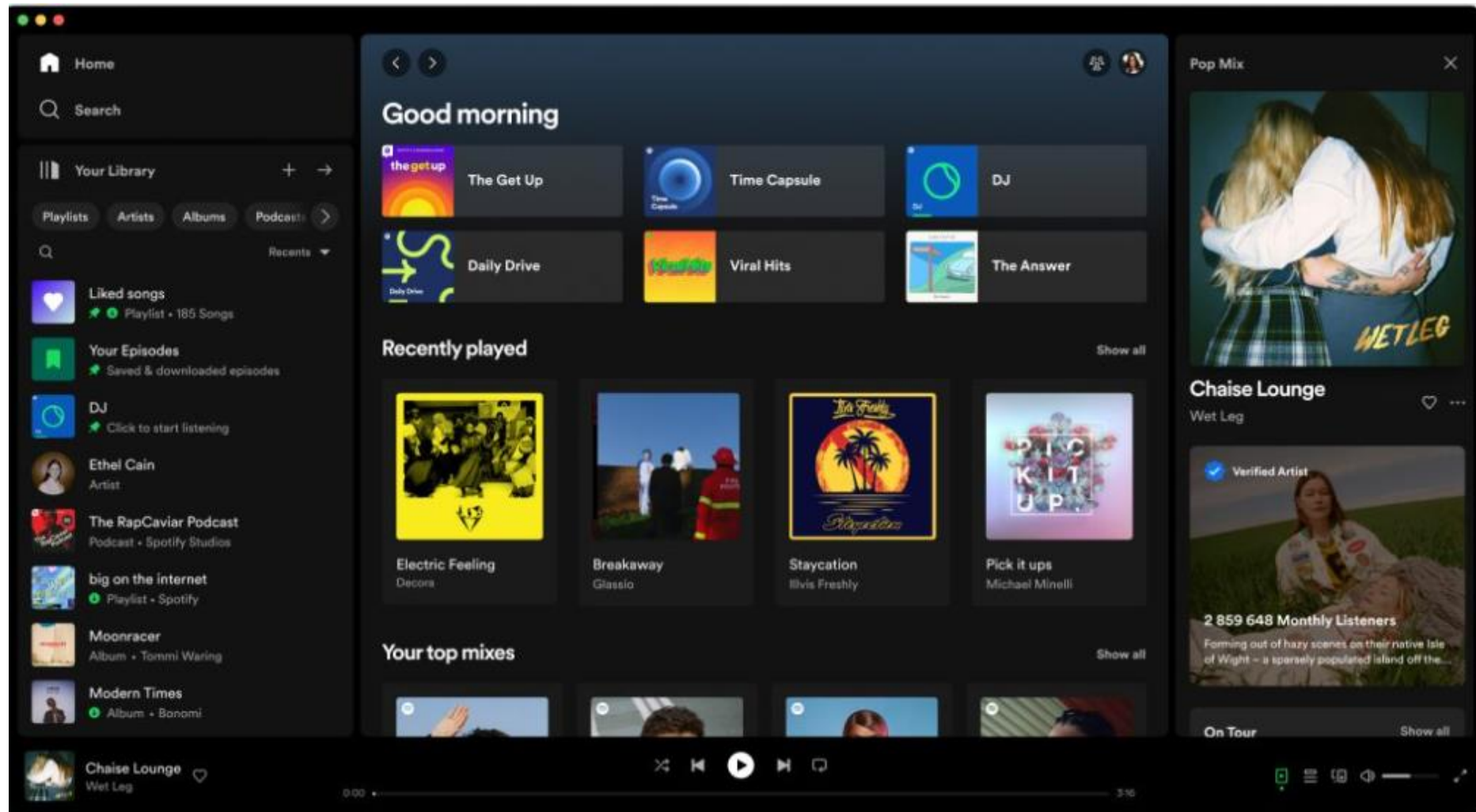


Se amplió AI DJ a 50 mercados más y se presentó nuevas formas para que los usuarios escuchen con funciones como Jam, una forma personalizada de escuchar con amigos y una lista diaria, una lista de reproducción hiperpersonalizada que se actualiza varias veces a diario.



En octubre, se fabricaron más de 150.000 audiolibros, disponible para suscriptores Premium elegibles en el Reino Unido y Australia con hasta 15 horas de acceso a audiolibros al mes.

## Anexo 22. Experiencia del Escritorio de Spotify



Fuente: Spotify.2023