

Análisis del Modelo de Negocio de Spotify

“Si te enfocas en el crecimiento a corto plazo por encima de todo, te pierdes la pregunta más importante que deberías hacerte: ¿Este negocio seguirá existiendo dentro de una década? Los números por sí solos no te dirán la respuesta; en cambio, debes pensar críticamente sobre las características cualitativas de tu negocio.” –Peter Thiel

Una de las reflexiones más importantes en la inversión en tecnología dirigida al consumidor es preguntarse si el producto alivia los puntos débiles, reduce la fricción o mejora la conveniencia. Ya sea Amazon, Netflix o Peloton, todas las plataformas de consumo triunfantes exhiben estos atributos. Con la mejor experiencia de usuario (UX) de su categoría, junto con el descubrimiento de música líder de su sector y preservación de esta, también lo hace Spotify. Tiene todas las características de una empresa en su camino hacia el dominio de las plataformas.

Modelo de Negocio de Spotify

Spotify es el líder de la categoría de música en *streaming* con 299 millones de suscriptores en 92 países. Con el 35% del mercado mundial de música en *streaming*, la compañía tiene casi el doble de la participación de mercado de Apple Music, con un 19%. Spotify ha aumentado su posición de liderazgo en los últimos años añadiendo suscriptores premium al doble de la tasa de Apple. Si bien el crecimiento de Spotify ha sido impresionante, creemos que la adopción de la música en *streaming* aún se encuentra en sus inicios.

“Earshare es el nuevo mindshare.” –Andreessen Horowitz

La música en *streaming* ya ha producido un cambio histórico en la forma en que las personas escuchan música, y la mayor parte de la adopción se lleva a cabo a través de teléfonos móviles. Si bien históricamente los teléfonos móviles han proporcionado la vía de acceso al consumo de música en *streaming*, la siguiente fase de crecimiento será impulsada por una gran cantidad de plataformas emergentes que incluyen automóviles conectados, dispositivos de juego, equipos de entrenamiento y altavoces inteligentes (propiedad de 53 millones de estadounidenses).

La música en *streaming* está hecha a medida para el estilo de vida de la música emergente en todas partes. La abundancia de productos diseñados para la música en *streaming* le permite a uno escuchar el mismo podcast o lista de reproducción mientras hace un entrenamiento matutino, viaja a la oficina (auriculares o automóvil conectado); trabaja en la PC de su oficina y al regresar a casa se relaja con un altavoz inteligente. La transición entre dispositivos y actividades es perfecta, lo que le permite a uno continuar donde lo dejó sin importar su actividad. La integración de la música en todas partes en nuestras vidas aumenta exponencialmente el valor de la música en *streaming*, pasando de ser un servicio agradable a uno imprescindible.

A medida que se acelera la proliferación de dispositivos, la posición de Spotify como líder de su categoría hace que sea más probable que se diseñe en los ajustes preestablecidos del dispositivo. Así como Google Maps está precargado en las pantallas del tablero del automóvil, también lo está Spotify. Esto crea un circuito de retroalimentación virtuoso con una escala que conduce a la integración del diseño, lo que a su vez impulsa una escala más alta a través de nuevas pruebas con consumidores. Esto es similar a lo que hemos visto con el dominio de Sirius en la radio por satélite. Spotify ya está disponible en 300 dispositivos en 80 marcas de hardware. Con ese tipo de huella de hardware, se vuelve muy difícil quitar el beneficio.

Si bien el mercado tiende a categorizar a los clientes de música en *streaming* según los gustos, los usuarios de Spotify son más apasionados. Los oyentes de Spotify están dos veces más comprometidos que los usuarios de Apple Music y tres veces más que los usuarios de Amazon Music Unlimited. Aparte de un sistema operativo (que es quizás la forma correcta de pensar en Spotify, sistema operativo de audio), hay pocos programas de software o *apps* que generan el uso diario de Spotify. El usuario promedio de Spotify pasa 25 horas al mes en el servicio, superando incluso a Facebook con 19 horas al mes e Instagram con 14 horas al mes.

Dado que cada servicio de música en *streaming* ofrece bibliotecas de música en gran parte idénticas, la sabiduría convencional sugiere que hay poca diferenciación competitiva que haga de las plataformas de música en *streaming* negocios *commodity*. Esto sería cierto si a uno no le importara la experiencia del usuario, la funcionalidad de búsqueda o la integración social. El mismo hecho de que el usuario promedio de Spotify esté en la plataforma todo un día al mes sugiere que la facilidad de uso y el valor del descubrimiento son primordiales.

No hay duda de que la plataforma de Spotify es pegajosa con el 70% de los usuarios abandonados regresan dentro de los 45 días. Esto es indicativo de su diferenciación competitiva, algo que creemos que el mercado aún no se ha dado cuenta. Por último, creemos que el beneficio económico de la suscripción de música será mayor que el de las plataformas de video, ya que la mayoría de los usuarios solo se suscribirán a una plataforma.

Spotify ha vuelto a subir de rating materialmente este año con un aumento del 70% debido a la emoción que rodea a su estrategia de *podcasting*. Si bien las acciones han recibido una oferta recientemente, habían languidecido durante dos años antes de salir a bolsa a US\$169 por acción en abril de 2018. Gran parte de la brecha de entusiasmo durante este periodo se debe a malentendidos con respecto al modelo de negocio de Spotify y sus perspectivas futuras. Abordaremos estas dudas a continuación y describiremos por qué creemos que Spotify es una de las mejores oportunidades de mercado durante la próxima década analizando cuidadosamente su modelo de negocio.

Sellos discográficos: “No siempre puedes conseguir lo que quieres” –Rolling Stones

“Los lectores de contenido consolidan la demanda para ganar poder de oferta.”
–Ben Thompson, Stratechery

El caso principal de los bajistas en Spotify es que siempre estarán en las garras de las discográficas, con el **80% de las horas de *streaming* actuales provistas por cuatro discográficas**. No solo eso, sino que en la actualidad Spotify **se beneficia poco del apalancamiento operativo** con costes variables que aumentan en conjunto con

el *streaming*. No es sorprendente que sea mucho más lucrativo cobrar regalías (sello discográfico) que pagar regalías (Spotify).

Para saber adónde vamos, es útil saber dónde hemos estado. Antes del *streaming*, la industria musical soportó quince años de estancamiento y declive con los ingresos por música grabada cayendo de US\$14.6 mil millones de dólares en 1999 a US\$6.7 mil millones de dólares en 2015 (una caída del 68% en términos ajustados a la inflación). Solo una vez que la música en *streaming* ganó fuerza, la industria pudo volver a crecer. El año pasado, la música en *streaming* representó el 80% de los ingresos de la industria musical.

Los Sellos Discográficos y Spotify

Antes de la música en *streaming*, tenía sentido que los sellos discográficos recolectaran la mayor parte de los beneficios. Después de todo, las discográficas financiaron la red minorista, supervisaron el negocio intensivo en capital de producir y distribuir medios físicos y descubrieron y promocionaron estrellas. Muchas de esas tareas han quedado obsoletas debido a la música en *streaming*. La red minorista ya no existe y, en cambio, es Spotify quien está financiando el desarrollo de la música en *streaming*.

El *streaming* casi ha erradicado los medios físicos optimizando las estructuras de costes de los sellos discográficos y la promoción se ve favorecida considerablemente por las herramientas de datos de Spotify. A pesar del cambio sísmico en la estructura de la industria, la participación en el fondo común de ganancias de la industria ha cambiado poco. De hecho, con los sellos discográficos que capturan el 65% de las ganancias de la publicación de música, se podría acusar legítimamente a los sellos de saqueo económico.

“Pero si lo intentas algunas veces, podrías encontrarte consiguiendo lo que deseas.” –Rolling Stones

La dinámica actual de los beneficios de la música en *streaming* es insostenible. No tiene sentido que Spotify continúe financiando la construcción de la música en *streaming* global mientras las discográficas cosechan todo el botín. Finalmente, creemos que prevalecerá una especie de tregua con la participación económica de los sellos restringida para reflejar mejor su contribución contemporánea al ecosistema. Dado que el *streaming* es responsable del resurgimiento de la industria musical, **los sellos discográficos necesitan a Spotify para una distribución máxima.**

Si bien, en teoría, las discográficas podrían retirar sus catálogos de Spotify para aventajarse, tal movimiento sabotearía sus relaciones con los artistas musicales que verían caer sus ganancias de manera vertiginosa. En lugar de ser despiadados con Spotify, tiene más sentido ceder algunos puntos de margen a cambio de una industria musical mundial próspera con tasas de crecimiento de dos dígitos hasta el horizonte. Conforme pasa el tiempo, **esperamos que Spotify capture la rentabilidad de la cadena de valor de la industria musical en proporción con su importancia para el ecosistema y acorde a su modelo de negocio.**

Spotify y el Descubrimiento Orgánico

Además de los cambios en la creación de valor de la industria, la música en *streaming* está cambiando la forma en que los consumidores descubren nuevos artistas. Con

los *streamers* de música exploratoria ampliando sus horizontes, es posible que la industria musical esté menos impulsada por las estrellas en el futuro. Un modelo de distribución digital tiene menos guardianes que la radio terrestre y las redes minoristas. Esto permite un proceso de descubrimiento orgánico en lugar de un festín prescrito del próximo gran descubrimiento por las máquinas publicitarias de las discográficas.

Si bien los *efectos de arrastre* se pueden intensificar en entornos digitales, existe una creciente evidencia de que la capacidad de descubrimiento mejorada de la plataforma de Spotify está haciendo que la escucha de música sea más difusa. Es decir, «hace un par de años... el 90% superior de la audiencia era de unos 16 mil artistas, que ahora ha aumentado a 32 mil artistas.» (ahora 43 mil) —Paul Aaron Vogel, CFO de Spotify, en 2019.

El efecto neto debería ser una participación de mercado más amplia de artistas independientes, lo que debilitaría el poder del sello discográfico con el tiempo. Además, esperamos una mayor capacidad de descubrimiento para incrementar la globalización de la música, lo que resultará en una erosión del poder de mercado de las discográficas centradas en los EE.UU. y una mayor oferta de las discográficas no nacionales, donde la oferta tiende a estar más fragmentada. En resumen, la importancia de la búsqueda en la aparición de contenido musical seguramente disminuirá el acaparamiento de los beneficios de la industria por parte de las discográficas.

Un David entre Goliats

Además del poder del proveedor, la otra señal contra Spotify se refiere a su capacidad para protegerse de los avances competitivos de los gigantes tecnológicos Amazon y Apple. Estas preocupaciones no están equivocadas, ya que Apple ha demostrado su capacidad para tomar una participación significativa, creciendo desde un comienzo estable en 2015 hasta el 19% de participación de mercado el año pasado. Una gran base activa de más de mil millones de iPhones conectados le da a Apple una ventaja para establecer una conexión con clientes que no son de música en *streaming* y una ventaja significativa en el CAC.

Amazon también ha tenido éxito (13% de participación de mercado) con un precio descontado de US\$8.00 para los miembros de Amazon Prime. Al igual que Apple, Amazon disfruta de las ventajas del dispositivo debido a sus altavoces inteligentes Alexa, así como a la integración del diseño de Alexa en hardware que no es de Amazon. El diseño nativo en los altavoces inteligentes es una vía de acceso fundamental para los suscriptores de música como una solicitud para reproducir música de forma predeterminada en Amazon Music.

Por último, está YouTube (5% de participación de mercado), que se beneficia de su ubicuidad en nuestras pantallas.

Como lista competitiva, esta es una fila de asesinos. Los tres dominan a nivel mundial, tienen mucho dinero y disfrutan de un CAC bajo. Además, cada uno está feliz de utilizar la música como líder en pérdidas para vender más teléfonos (Apple), publicar más anuncios (Google) o, en el caso de Amazon, profundizar su compromiso con su ecosistema. Parecería que la suerte de Spotify está echada.

A pesar de sus ventajas, la capacidad de cada uno de los competidores de Spotify para escalar globalmente es limitada. En el caso de Amazon, es un problema de mercado. Amazon está en 45 mercados en relación con los 92 mercados en los que Spotify ha plantado su bandera. Además, Spotify ha hecho un mejor trabajo localizando ofertas musicales que sus contrapartes estadounidenses.

Para Apple, las ganancias se han visto limitadas por la incapacidad de la compañía para obtener una tracción significativa fuera de su sistema operativo iOS, que actualmente ronda el 25% a nivel mundial. Por último, si bien YouTube está en todas partes, su modelo siempre será insatisfactorio debido a un *payout ratio per stream* del artista de solo 1/6 de la de Spotify: Digital Music News lo expresó así: «una vez más, por favor, nunca hagas una carrera con tus ganancias en la popular plataforma de videos. Confía en nosotros, te arrepentirás.»

Queremos enfocar nuestras energías en lo que Spotify aporta y por qué creemos que controla su destino. No vale nada, que, a pesar de los avances de la competencia, Spotify sigue siendo el líder indiscutible de la categoría. Para los observadores es difícil de digerir, porque en este caso el líder del mercado es un David en lugar de un Goliath.

El volante de la información multiplica las ventajas

“Solo estoy parado aquí, mirando las ruedas girar y girar. Realmente me encanta verlas girar.” –John Lennon

En nuestra carta anual de 2016, escribimos sobre nuestra atracción por los modelos de negocio que se refuerzan a sí mismos, el raro negocio en el que cada transacción en su plataforma hace que el negocio sea estructuralmente más sólido. Spotify es ese tipo de negocio. Dado que cada vez más empresas recopilan información a través de la inteligencia artificial, la supremacía de la escala es fundamental. Con las empresas de plataformas digitales, la cantidad de datos que se alimentan a los algoritmos determina su eficacia. Los datos separados de plataformas escaladas, particularmente aquellas con *engagement* frecuente del consumidor (Facebook, Google, Instagram, Zillow) generan información superior debido a conjuntos de datos que son un orden de magnitud más grandes que los conjuntos de datos de la competencia.

En el caso de Spotify, utiliza *data insights* obtenidos de los hábitos de escucha de sus usuarios para mejorar sus recomendaciones para las listas de reproducción diarias y semanales. Con el entrenamiento de datos de los algoritmos, las ventajas de las empresas escaladas se multiplican a un ritmo cada vez más rápido. Por ejemplo, con dos veces el tamaño de Apple y el doble de interacción, Spotify recopila cuatro veces más datos que Apple. Esto permite a la empresa alimentar sus motores de recomendación con más datos, lo que multiplica sus ventajas. Además, dado que Spotify tiene el alcance más global, es más capaz de polinizar canciones a través de las fronteras, lo que aumenta la utilidad de escucha y la capacidad de descubrimiento.

Si bien la recopilación de datos superior proporciona a Spotify una ventaja competitiva dentro de la música en *streaming*, también le permite a la compañía sentarse a horcajadas sobre categorías de audio emergentes fuera de la música. Dichas categorías incluyen libros, cursos, meditaciones, deportes, noticias, programas de radio, podcasts, conciertos y eventos en vivo. Debido a la variedad de plataformas, *apps* y exclusivas, la búsqueda de muchas de estas categorías es indiscriminada.

Al añadir contenido y actuar como almacén central de todo lo relacionado con el audio, Spotify puede eliminar los costes de búsqueda friccionales y convertirse en una ventanilla única para el contenido de audio, una especie de Google para la búsqueda de audio. Dada su escala y el volante de información, existe una posibilidad más que remota de que esto se convierta en realidad. El TAM resultante sería múltiplos más grandes de lo que se prevé

actualmente en un escenario de música en *streaming*. Daniel Ek, CEO de Spotify, ha sido siempre claro que el mercado de Spotify es el audio y él va tras el *earshare*, no el de la *streaming share*:

“El mercado al que nos dirigimos es el del audio. Eso suma entre dos y tres mil millones de personas en todo el mundo que desean consumir algún tipo de contenido de audio de forma diaria o semanal. Si vamos a ganar ese mercado, tendremos que ser al menos un tercio de él. Tenemos entre 10 y 15 veces más de lo que nos queda ahora de oportunidades “. -Daniel Ek en el podcast Invest Like The Best.

Descubrimiento y curación: me entiendes Spotify, realmente me entiendes

“Estamos en el negocio del descubrimiento... Si el descubrimiento genera placer y el placer impulsa el compromiso y el compromiso impulsa el descubrimiento, creemos que Spotify gana y también nuestros usuarios”. -Spotify F-1

“Al final del día, el margen fluye hacia quien crea la demanda. Por lo tanto, crear demanda lo es todo, tanto en términos de impulsar un círculo virtuoso de *engagement*, conversión, retención y *lifetime value* “. -Barry McCarthy, antiguo CFO de Spotify.

Muchos se han quejado del desafío de encontrar algo para ver en Netflix, una plataforma que claramente falla en la curación y la compatibilidad algorítmica. Con la música, el desafío puede ser aún más abrumador. Por ejemplo, Spotify tiene más de 50 millones de canciones en su plataforma, lo que hace que un sólido sistema de descubrimiento y selección sea aún más importante.

Discovery es el superpoder de Spotify. Como se aclara en sus documentos de presentación de la OPI (F-1), Spotify siempre ha entendido que su misión principal es servir como un portal para el descubrimiento de música. Las listas de reproducción son la columna vertebral de la experiencia de usuario de Spotify centrada en el descubrimiento con más de cuatro mil millones de listas de reproducción en su plataforma.

Al proporcionar las mejores herramientas de descubrimiento y personalización de su clase, Spotify crea un virtuoso volante de demanda, con el descubrimiento impulsando el *engagement* y el *engagement* alimentando algoritmos de información que mejoran aún más la personalización. El éxito de las listas de reproducción para mantener a los oyentes enganchados se refleja en los datos de los oyentes, con un tercio del tiempo de escucha dedicado a las listas de reproducción generadas por Spotify y un tercio del tiempo de escucha dedicado a las listas de reproducción generadas por el usuario.

Spotify ofrece una lista de reproducción para cada género y cada ocasión, con su equipo editorial perfeccionando constantemente más de 4,500 listas de reproducción globales. La lista de reproducción más importante de la empresa es *Discover Weekly*, una nueva lista de reproducción que se entrega cada semana y que se crea solo para ti en función de tus gustos

(o falta de ellos). El producto ha sido un gran éxito y ha generado 5,300 millones de horas de escucha desde su lanzamiento en 2015. Al reorganizar el contenido comoditizado de nuevas formas con una actualización continua, Spotify está creando a su manera una forma de contenido original. Básicamente, esto debería permitir que Spotify añada mejor la demanda aumentando su influencia sobre los proveedores de música.

Cuanto más adapten los usuarios de Spotify su experiencia auditiva a sus preferencias, es menos probable que se vayan. Es importante destacar que las listas de reproducción no se pueden compartir entre plataformas de música, lo que aumenta la retención de clientes. Los costes de cambio generalmente denotan una curva de aprendizaje, pero en el caso de Spotify se basa en una curva de personalización.

Todos sabemos que la mejor entrada a la música suele ser a través de un amigo audiófilo. Con la mayor base de usuarios, junto con la mejor integración en las redes sociales, Spotify ofrece la forma más fácil de encontrar la lista de reproducción de tu amigo. Con las redes sociales en el centro de compartir las listas de reproducción, las listas de reproducción son inherentemente escalables, lo que crea una capa sigilosa de efectos red. Spotify ya tiene la base de usuarios más grande y los usuarios más enganchados que incrementan naturalmente los efectos red existentes.

Por supuesto, los competidores de Spotify también pueden producir listas de reproducción y seleccionar contenido, pero primero son empresas de tecnología, mientras que Spotify tiene la pasión por la música en su ADN cultural. Ese espíritu está encarnado por RapCaviar de Spotify, la lista de reproducción más influyente en la música. Con más de 13 millones de seguidores, RapCaviar rompe nuevas estrellas, realiza giras de conciertos y mueve la cultura. Al igual que el Hot 97 de Nueva York solía otorgar el estatus de estrella a los artistas emergentes de hip hop, RapCaviar también sirve como creador de estrellas para los aspirantes a raperos de la actualidad.

Un *marketplace* de dos caras, ahora con caras B

“El problema es que Spotify tiene información que nosotros no tenemos. Pueden ver los datos antes de que nuestros sellos puedan verlos, por lo que tienen la oportunidad de ir y hacer una inversión en un artista que no es una suposición o se basa en el instinto, la forma en que todos aquí en esta sala tiene que trabajar: se basa en un conocimiento sólido y hechos”. –Richard Burgess, CEO de la Asociación Americana de Música Independiente.

Si bien el futuro equilibrio de poder entre las discográficas y Spotify tendrá una influencia enorme en la estructura de márgenes futura de Spotify, esperamos que las iniciativas a corto plazo también proporcionen un alivio de los márgenes. El principal de ellos es la plataforma *Two-Sided-Marketplace* de Spotify. Como la conexión de distribución mundial de música, Spotify recopila un tesoro de información. Como tal, está en una posición única para ofrecer valor a artistas y discográficas a través de análisis de datos con muchas funciones.

Para los artistas, los datos de Spotify pueden ilustrar la demanda y las preferencias por geografía y demografía. Con datos de comportamiento de 300 millones de usuarios, los artistas pueden ver qué listas de reproducción están impulsando el consumo y conocer a sus fans. Para las discográficas, Spotify puede servir como buscador de talentos, diseccionando datos de escucha y ofreciendo información sobre cómo posicionar y comercializar artistas.

La oportunidad que tienen los sellos discográficos de utilizar los datos de Spotify es enorme. Los sellos discográficos gastan aproximadamente US\$4 mil millones al año en avances de artistas, logística y costes de marketing. Históricamente, gran parte de este gasto se ha gastado en fiestas de gira de Led Zeppelin. La oportunidad de reformar los dólares de marketing es enorme y los datos de Spotify son el agente de cambio clave para optimizar el gasto de los sellos discográficos. Hay muchos puntos medios suaves aquí para que los sellos discográficos y Spotify se repartan.

El *Two-Sided-Marketplace* de Spotify debería permitir una transferencia al por mayor de muchos de estos dólares de marketing a sus arcas y, al mismo tiempo, tener un impacto material en el ROI del sello discográfico. El acuerdo de distribución alcanzado entre UMG y Spotify este mes sugiere una cooperación más estrecha entre las dos empresas en la utilización de los datos de Spotify: UMG se compromete a «profundizar su papel de liderazgo como una adopción temprana de productos (de marketing) futuros y aportar comentarios valiosos al equipo de desarrollo de Spotify.»

Spotify también planea utilizar su *Two-Sided-Marketplace* para permitir listados promocionados. Los listados promocionados son una forma de publicidad en la que las discográficas o los músicos pueden anunciar una canción a un usuario que coincida con los algoritmos de Spotify. Casi no hay costes incrementales para Spotify ya que las canciones simplemente se insertan en listas de reproducción existentes. Quizás es por eso que Daniel Ek ha declarado que los listados promocionados tendrán «márgenes similares a los del software».

En el lado de los artistas del mercado, Spotify ha logrado una serie de avances en las estrellas emergentes para probar las relaciones directas. Según los informes de los medios, Spotify ha ofrecido a los músicos que firman directamente un 50% de participación en los ingresos del *stream* de música, más que el 30% ofrecido por las discográficas. Si bien estos esfuerzos son una señal para los sellos discográficos del riesgo de desintermediación que suponen las plataformas de música en *streaming*, esperamos que sigan siendo un pequeño componente del negocio de Spotify. En la actualidad, Spotify no tiene los recursos para igualar el poder de marketing que las discográficas gastan en las estrellas de la lista. No obstante, es una flecha importante para tener en su aljaba a medida que la industria evoluciona y es una señal para que las discográficas jueguen limpio.

Con la capacidad de otorgar licencias y promover artistas, los músicos pueden optar por ir cada vez más directamente. Chance the Rapper es quizás más famoso por evitar los sellos discográficos para ir directo y, sin embargo, su estrella no se ha atenuado sin la promoción de las discográficas. Ya en 2012, Metallica se dio cuenta de que su sello, Warner Music Group, no era crítico para llegar a sus fans o al público comprador. Como resultado, la banda terminó su contrato con el sello y obtuvo la licencia de todo su catálogo de música a Spotify.

Podcasts: La nueva radio hablada

El *podcasting* es un mercado pequeño pero que está creciendo rápidamente. Desde sus humildes comienzos como una plataforma para que los *bloggers* de audio griten al vacío, el *podcasting* es ahora un mercado de US\$1.3 mil millones que crece a un CAGR del 22%. Según una encuesta anual encargada por *Edison Research* y *Triton Digital*, un tercio de los estadounidenses escuchan podcasts mensualmente y un cuarto los escucha semanalmente. Los oyentes de podcasts son un grupo profundamente comprometido que consume seis horas a la semana. Los oyentes de podcasts tienden a tener una movilidad ascendente: aproximadamente la mitad gana más de US\$75 mil en ingresos anuales y un tercio tiene un

título de posgrado. En la plataforma de Spotify, el compromiso con los podcasts aumentó un 100% año tras año con un promedio mensual adicional de 20 millones de usuarios que escuchan podcasts durante los últimos seis meses.

En los últimos meses, Spotify ha acelerado su impulso al *podcasting*, anunciando acuerdos con Michelle Obama, DC Comics, Kim Kardashian y Joe Rogan Experience. El aumento en la actividad de acuerdos se basa en los US\$600 millones que Spotify gastó durante el año pasado para adquirir cuatro compañías de *podcasting*, incluidas Gimlet (contenido original), The Ringer (cultura pop y deportes, potencialmente el ESPN del *podcasting*), Parcast (contenido original) y Anchor. (distribución y monetización de contenido de podcast). Spotify busca claramente la integración vertical tanto para publicar como para distribuir contenido y tiene una posibilidad real de convertirse en la plataforma preferida para el descubrimiento de podcasts.

La exclusiva de Spotify con el podcast Joe Rogan Experience podría cambiar las reglas del juego. En muchos sentidos, el acuerdo de Joe Rogan es similar al acuerdo de US\$500 millones de Sirius con Howard Stern en 2004. Ese acuerdo cambió por completo la trayectoria de la radio satelital, lo que permitió a Sirius escalar e impulsar el apalancamiento operativo. Vale la pena señalar que el acuerdo de Sirius con Stern aprovechó una base de 35 millones de suscriptores estadounidenses. En el caso de Spotify, su acuerdo con Rogan se extenderá a los 300 millones de usuarios existentes de Spotify, sin mencionar la audiencia de Joe Rogan de 190 millones descargas mensuales, lo que sugiere que su potencial de impacto transformador podría ser aún mayor. En relación con las horas de consumo, los podcasts están lamentablemente poco monetizados y la radio genera cuatro veces más ingresos por hora.

La adopción de los podcasts por Spotify es significativa por dos razones: en primer lugar, la avalancha de actividad enfatiza el compromiso de Spotify con una postura de mercado de audio primero (incluido el audio fuera de la música, como cursos, podcasts, meditaciones y libros). La mentalidad de audio en primer lugar ofrece la posibilidad de convertir a Spotify en el Google de búsqueda de audio, donde uno comienza su búsqueda de todo lo relacionado con el audio. En segundo lugar, las crecientes inversiones de Spotify en podcasts deberían conducir a un cambio en su estructura de costes con costes fijos que reemplacen los costes variables pagados a las discográficas. Esto es similar al cambio de Netflix de contenido con licencia a contenido original. Al igual que Netflix, el movimiento de Spotify hacia un mayor contenido interno debería impulsar el apalancamiento operativo.

Además de la mejora de los *unit economics*, los podcasts también proporcionan un punto de diferenciación competitiva y, por lo tanto, mejoran la conversión de gratis a pago al tiempo que incrementan la retención. Un mayor *engagement* con los podcasts debería resultar, finalmente, en un mayor poder de fijación de precios.

Tiene sentido gastar mucho ahora, ya que este es un negocio donde la escala genera más escala. Como hemos visto con Netflix, los actores a escala pueden pagar más por el contenido debido a su capacidad para distribuir el gasto en contenido entre una base más amplia de suscriptores. A nivel mundial, esta es una ventaja significativa y que Spotify debería perseguir agresivamente. Cuanto más se gaste por adelantado, más rápido Spotify puede hacer girar el volante, siempre que el *engagement* y los nuevos suscriptores aumenten a la vez. En el caso de Spotify, existe el beneficio adicional de una oferta de menor coste debido al apalancamiento operativo de coste fijo en el contenido que no es musical.

Equipo directivo: Pensar rápido, pensar despacio

Somos grandes admiradores de los equipos directivos que ignoran a Wall Street. La primera regla para ganar es saber a qué juego estás jugando. Para el CEO de Spotify, Daniel Ek, es el juego a largo plazo. Desde sus inicios, Spotify nunca ha vacilado en su misión de ser la mejor plataforma de audio del mundo y el mejor socio para artistas y sellos discográficos.

Cómo un pequeño advenedizo de los países nórdicos realineó la industria mundial de la música en torno a su visión de la música como servicio mientras vencía a la empresa más rentable del mundo (Apple), el servicio de sitios web más utilizado en el mundo (Google) y la empresa más poderosa del mundo (Amazon), todo ello a merced de proveedores consolidados con dinero para gastar; algún día será una clase magistral impartida en las mejores escuelas de negocios del mundo. Es demasiado pronto para decir que Spotify ha vencido a sus competidores, pero hasta ahora ha presionado su ventaja y ha ampliado su liderazgo.

“La música es todo lo que hacemos todo el día, toda la noche, y esa claridad es la diferencia entre el promedio y lo realmente bueno”. –Daniel Ek

Mr. Ek ha empapado a Spotify de varios atributos culturales que lo dejan bien equipado para ganar el premio. Primero, y probablemente lo más importante, ha sido el enfoque. Ek comprendió desde el principio que la música es un negocio que gira en torno a la pasión y que crear un ecosistema saludable requeriría la mentalidad de un artista en lugar de la de un ingeniero de software. Esa singularidad de propósito la conforma su software. Apple Music es un complemento para generar ingresos, mientras que Spotify se siente como el fanático de la música en su tienda de discos local que guía tu navegación.

En segundo lugar, Spotify ha puesto al cliente en el centro de todo lo que hace. Al igual que Amazon, Netflix y Costco, el gasto de inversión está orientado a agrandar la experiencia de usuario por encima de todo. Esto no se hace con el espíritu de la caridad, sino reconociendo que los clientes pueden elegir y que las plataformas de Internet escaladas se llevan el botín. Daniel Ek lo expresó mejor: «El *engagement* impulsa el uso; el uso impulsa los *data insights*; los *data insights* impulsan una mejor experiencia de usuario. Una mejor experiencia de usuario impulsa un *lifetime value* más extenso».

Ek ha adoptado un enfoque paciente al construir el *moat* de Spotify, al darse cuenta de que puede fortalecer mejor a la empresa con una visión a largo plazo. Al igual que Bezos con Amazon, Ek se complace en posponer la rentabilidad en la búsqueda del crecimiento. Ek sabe que una vez que Spotify alcance la escala que imagina, no habrá nada que nadie pueda hacer para quitarla de su posición dominante. Mientras tanto, sin embargo, parece una tontería, al igual que la marcha que hizo Amazon de 20 años para ser rentable.

Se necesita una combinación única de urgencia y planificación estratégica para enfocarse en el largo plazo, pero innovar sin descanso en el corto plazo. El pensamiento a largo plazo invita a un enfoque laborioso y un enfoque innovador o muerto a menudo lleva a una toma de decisiones y una asignación de capital descuidadas. Dada la disonancia cognitiva en el centro de estos dos enfoques, se necesita un estratega experto para jugar a lo largo del continuo. Daniel Ek parece excepcionalmente capaz de jugar en ambos extremos. Spotify ha superado constantemente en innovación a sus competidores manteniendo la disciplina a largo plazo y una postura consciente de los costes. Sin embargo, se mueve más rápido que

nadie en el espacio. El Sr. Ek entiende que los actores escalados ganan: «El éxito para nosotros estará determinado por nuestra capacidad para movernos más rápido que todos los demás en este espacio».

También nos gusta un CEO que se juega el pellejo. A fines del año pasado, Ek gastó US\$16 millones para comprar 800 mil warrants de Spotify que vencen en julio de 2022. Los warrants alcanzan los US\$211, un 56% más que en el momento de la compra de Ek. No recuerdo que un CEO gastara US\$16 millones de su propio dinero para comprar warrants en más del 50% fuera de dinero. Es una fuerte declaración sobre el futuro de Spotify.

Es raro encontrar un CEO que pueda moverse rápido y superar a los competidores mientras que al mismo tiempo permanece enfocado en el juego a largo plazo. El CEO de Amazon, Jeff Bezos, es un ejemplo. Al no jugar con los caprichos de Wall Street, posponer la rentabilidad en la búsqueda de ampliar su *moat* y tratar todos los días como el primer día, Amazon ha construido el negocio más exitoso y duradero del mundo jamás visto. Pasará mucho tiempo antes de que el mundo vea a otro Jeff Bezos, pero al observar el historial de Daniel Ek hasta ahora, está claro que está cortado por el mismo patrón.

Poder de fijación de precios: A través del espejo

El *streaming* ilimitada *on-demand* de un catálogo de 50 millones de canciones en todos los dispositivos y sin comerciales por US\$9.99 al mes es una de las mejores ofertas que existen. Especialmente si se tiene en cuenta que Spotify no ha cambiado su precio desde su lanzamiento en EE.UU. en 2011. El ajuste solo por inflación equivaldría a un precio de US\$11.45 en dólares de hoy.

Los servicios de suscripción con un mayor *engagement* ofrecen una utilidad sustancial para el consumidor. Si bien el precio sigue siendo el mismo, un mayor *engagement* significa menores costes por cada unidad de contenido consumida (canciones para un servicio como Spotify y programas o películas para un servicio como Netflix), una especie de apalancamiento operativo personal para los consumidores. Esto significa que los costes marginales por el consumo extra de música es cero. En economía, esto se conoce como “excedente del consumidor”, que refleja la diferencia entre el precio que los consumidores están pagando por un servicio y el precio que están dispuestos a pagar. Dado el compromiso cada vez mayor de los consumidores de Spotify, nuestro argumento es que la compañía se beneficia de un excedente sustancial del consumidor que se monetizará en el futuro.

Muchos miran el estancamiento de los precios de Spotify y lo ven como una prueba de un negocio *commodity*. Esta es una suposición peligrosa de hacer. Al igual que Netflix, creemos que Spotify tiene una de las pistas de poder de fijación de precios más largas de todos los negocios. La decisión de no flexibilizar los precios ahora es una decisión consciente de absorber la mayor participación de mercado posible. Como indican las estadísticas de abandono de Spotify, es difícil que los clientes de Spotify se vayan. Las listas de reproducción, la integración social, la selección y la experiencia de usuario crean hábitos duraderos.

El grado de personalización a lo largo del tiempo hace que Spotify sea muy adictivo y lo posiciona bien para convertir a los proveedores en productos básicos en lugar de al revés. Dado que el ganador se queda con la mayor parte de la naturaleza de los negocios de Internet a escala mundial, tiene sentido optimizar para el bloqueo del consumidor ahora, mientras que los hábitos del consumidor aún se están formando. Mientras la participación continúe aumentando, vendrá la monetización.

Valoración de Spotify

“Las mejores decisiones son las que son realmente intuitivas y las más sencillas. Puedes utilizar enormes cantidades de datos y encontrar todo tipo de formas inteligentes de cortar y diseccionar cosas. Pero al final del día, la decisión simple tiende a ser la mejor... Una de las decisiones más simples que puedes hacer es comprar el ganador de la categoría y desear que a toda la categoría le vaya bien. Porque si lo hace, siempre que el ganador de la categoría permanezca en la parte superior de la categoría, obtendrás la cantidad desproporcionada de las ganancias. Y eso ha sido completamente cierto en los mercados desde tiempos inmemoriales”. –Chamath Palihapitiya

Después de permanecer inactivo durante dos años (Spotify salió a bolsa cotizando a US\$169 en abril de 2018), las acciones de Spotify finalmente recibieron una oferta. Sin duda, la revaloración del material en acciones fue rechazada por el entusiasmo en torno a los recientes anuncios de podcast y las negociaciones de nuevos sellos discográficos. A pesar de los sólidos rendimientos de este año, seguimos creyendo que Spotify ofrece uno de los mejores perfiles de rentabilidad durante la próxima década.

Para valorar Spotify, debes preguntarte cómo se ve este negocio a escala. Tanto Goldman Sachs como Morgan Stanley asumen que el mercado de suscriptores de música en *streaming* pagada crecerá a US\$1.2 mil millones para 2030. Esto parece más que razonable dado que el mundo ya tiene más de 2.7 mil millones de *smartphones* globales en uso fuera de China, por lo que nos quedaremos con eso. Esperamos que Spotify continúe obteniendo participación de mercado y se quede en el 50% del mercado. En términos de precios, asumimos que Spotify podrá aumentar su ARPU de US\$5 a US\$10.

Esto puede parecer agresivo, pero una vez que Spotify migra más allá de la etapa de apropiación de tierras, no dudará en presionar la palanca de precios. Dado el enorme excedente de consumo del que disfrutaban los clientes, existe una pista de precios suficiente para compensar con creces los ARPU más bajos en los mercados en desarrollo. Además, el ARPU se beneficiará de las comisiones de plataforma adicionales generadas por el *Two-Sided-Marketplace* de Spotify, las fuentes de ingresos complementarias y una mayor participación de *podcasting* en el consumo de escucha.

En total, los ingresos de Spotify aumentan a US\$72 mil millones anuales. Con la previsión de margen bruto de Spotify del 35% (asumimos un 40% o más debido a la evolución del negocio y las negociaciones favorables con las discográficas), la compañía generaría US\$25.2 mil millones en ganancias brutas. Dicho de otra manera, Spotify cotiza aproximadamente 2x donde esperamos que las ganancias brutas se vuelvan ingresos netos en una década. Esto no incluye los beneficios publicitarios, que, dada la plataforma de podcasts emergente, podrían ser significativas. Tampoco considera que las opciones call de la música en *streaming* reemplacen a la radio o que Spotify se convierta en el destino para la búsqueda de audio.

Diez años es mucho tiempo para garantizar una inversión, pero nos esforzamos por tener una mentalidad de tarjeta perforada en el uso de capital. En el caso de Spotify, si somos correctos en la dirección, multiplicaremos nuestra inversión.

Conclusión

Los *value investors* hablan mucho de paciencia, pero por lo general se trata de esperar a que el mercado vuelva a calcular el múltiplo de una empresa después de digerir un problema extirpable. Mejor aún es la paciencia necesaria para que una empresa alcance una escala global en un mercado ganador: Facebook, Netflix, Google. La situación económica de estas compañías rara vez es aparente cuando están en modo de reinversión, pero los esfuerzos dominantes de su modelo de negocios a menudo lo son.

Las ventajas competitivas de Spotify, aunque evidentes para nosotros, son poco conocidas por el mercado debido al enfoque en la estructura de márgenes de la industria existente. Como se explicó anteriormente, creemos que la dinámica de los beneficios en común de la industria está preparada para cambiar a favor de Spotify. Además, existen múltiples opciones de monetización sin explotar a través de fuentes de ingresos complementarios, productos de datos, poder de fijación de precios y extensión de plataforma.

Solo hay un puñado de compañías en el mundo capaces de lograr una escala global en un mercado ganador, muy pocas de ellas están disponibles por menos de US\$50 mil millones. Si la música es la banda sonora de nuestras vidas, entonces el control de la plataforma global más utilizada para ofrecer audio seguramente valdrá muchos múltiplos de su capitalización bursátil actual.