THE LONG THESIS | Spotify Technology SA | SPOT

Análisis editorial V1 · Metodología V1.0 · Publicación: 22/10/2026

Fecha del informe y precio de referencia: 15/10/2026 | 524.00 USD | Ticker: SPOT

Empresa: 8,50/10

Oportunidad actual: 6,70/10

NOTA FINAL: 7,40/10

Esperar · Riesgo: Alto

Precio del informe original; no es cotización actual ni cierre bursátil verificado. Análisis propio de The Long Thesis. El ProResearch original se conserva en el expediente privado.

Negocio, beneficio y caja

Empresa 8,5. Escala, recomendaciones, hábito, biblioteca y acceso multiplataforma favorecen retención y precio, con oportunidades en audiolibros y publicidad. No posee la mayoría de la música: titulares conservan mínimos y negociación. Apple, Amazon y YouTube pueden subvencionar paquetes. Certificados de beneficiario amplifican voto fundador sin igual derecho económico: no los cuento como ordinarias para dividir beneficios. Minoritarios tienen influencia limitada.

Referencia 524 USD el 15/10/2026 20:10:06 UTC. Cuentas IFRS/BPA en EUR. BCE 15/10: 1 EUR =1,1208 USD; precio equivalente 467,52 EUR. Q2 publicado 04/08: 300 millones de suscriptores, 777 millones de usuarios, ingresos 4.777 millones EUR, +14% reportado/+15% constante, bruto 33,4%, operativo 655, neto 545, BPA diluido 2,61 EUR sobre 208,858 millones de acciones. No 2,61 USD. Publicidad +1% reportado/+3% constante, con comparativos segmentados reexpresados a enero. Guía Q3 sigue siendo guía: resultados 22/10 excluidos.

Q2 CFO 816 millones EUR; FCF corporativo 797 concilia capex 21 y liberación restringida +2. Estado de inversión muestra equipos 20 y puente usa agregación 21: el 796 del proveedor no sustituye definición corporativa. Leases pagados 16 están fuera de CFO IFRS: 797−16=781. Cargando SBC 86 como coste económico deja 695, sin diluir de nuevo las mismas concesiones. H1 CFO 1.652 −capex 34 +restringida 3 =FCF 1.621; leases 36 y SBC 142 dejan sensibilidad 1.443, no perpetuidad. Interés pagado 7, recibido 48 e impuesto pagado 85 Q2 ya están en CFO. Gasto fiscal 175/720 =24,3% no equivale a cash tax.

Reversión digital 6 y cargas sociales sensibles a bolsa ayudan margen; no se perpetúan automáticamente. I+D 403 incluye producto/IA gastado y no se añade otra vez. Regalías son coste indispensable aunque no capex.

Junio: caja 5.938 +inversiones cortas 3.450 =9.388 millones EUR, no todo efectivo ni excedente inmediato. Notas exchangeable desaparecen tras pago Q1 1.304; no las resto otra vez. Subsisten leases (404 no corrientes y parte corriente) y contenido. 6-K: garantías mínimas 2.290, compras/servicios 1.674; a doce meses 979 y 665. No sumo esos compromisos mecánicamente a costes operativos ya modelados. TME, participación aproximada 9%, vale 1.034; caída de 1.077 en OCI no es pérdida de CFO ni operativo. Dividendo TME cobrado 29 en inversión no se capitaliza también con su activo. Caja retenida conserva derechos.

No llamo fotografía de junio saldo exacto de octubre ni invento términos/pagos del contrato Rogan estimado por prensa.

Valoración y comparación

La valoración a cinco años reconoce como patrimonio la caja económica que queda después de toda reinversión ordinaria y se retiene, sin suponer intereses adicionales. El múltiplo terminal remunera la actividad posterior y no vuelve a sumar flujos ya generados. No se presuponen recompras gratuitas. Las bases, márgenes, acciones y múltiplos siguen siendo supuestos del escenario, no resultados futuros. Con esta corrección, valores nominales terminales USD 227/614/1139 y retornos anuales del precio -15.4%/3.2%/16.8% entre la fecha de referencia de 2026 y su aniversario 2031, sin distribuciones intermedias. Son sensibilidades, no probabilidades ni TIR de dividendos prometidos.

No son valores actuales intrínsecos certificados. Caja retenida acumulada 6.178/14.279/22.405 millones EUR, además de 10.422 iniciales financieros y TME sin renta duplicada. Con crecimiento 13%, el precio requiere margen económico próximo al 8,4% incluyendo retención, no 9,7% si se excluye la caja retenida. Aunque el caso medio ahora da aproximadamente 3,2% anual en USD al tipo constante de referencia, resulta escaso frente al riesgo de derechos y márgenes. En adverso conjunto, EUR/USD 1,00 y gasto extraordinario de 1.500 millones reducen el terminal a unos 196 USD; el favorable a 1,20 ronda 1.219. No se suma interés de los activos retenidos al flujo capitalizado.

Reconocer 3.000 millones menos por gasto/no disponibilidad baja unos 16 USD por acción; retenerlos sin gasto no los destruye.

WMG contrasta el otro lado contractual: derechos escasos y mínimos por suscriptor. Resultados de agosto indican crecimiento de suscripción y aumentos contractuales de mínimos: apoyan demanda y limitan cuánto retiene Spotify de cada subida. WMG requiere anticipos/catálogo y deuda; Spotify añade freemium y producto. No traslado PER o margen ni comparo EBITDA sin leases/caja homogéneos. Refuerza el límite económico sin validar múltiplo terminal.

Financiación y riesgos

Adverso conjunto: crecimiento 8%, margen 5%, presión de regalías/cloud, EUR/USD 1,00 y uso extraordinario de 1.500 millones en producto/contenido. Caja financiera de junio puede financiarlo, preservando capacidad frente a 1.644 de mínimos/compras a doce meses y 94 de leases contractuales. Parte ya está en costes: sólo añado usos extraordinarios. Si se gastan 1.500 sin retorno, baja capital terminal; no mantengo todo el capital y crecimiento gratis. Capital reconocido 7.422–10.422 millones sensibiliza uso/disponibilidad, unos 16 USD por acción de diferencia a tipo de referencia. Retención no es pérdida: extremo bajo requiere uso/coste o menor disponibilidad declarado.

El capital retenido se reconoce plenamente al final sólo si crecimiento y colchón se reponen mediante flujos ya descontados. Recompras consumen caja y no son retorno gratuito.

Juicio y condiciones de revisión

Empresa 8,5 se mantiene por plataforma y monetización, limitada por licencias y competencia de paquetes. Oportunidad de 6,7 y Nota Final a 7,4: la caja retenida correctamente reconocida mejora la valoración respecto de un cálculo que no la reconociese, pero retorno medio de aproximadamente 3,2% anual no basta para considerar holgada una entrada con estos riesgos. Es juicio propio, no fórmula. Esperar nuevas entradas; no ordeno vender una posición existente. Por qué podemos estar equivocados: complementos y personalización pueden ampliar margen neto de regalías con poca inversión marginal.

Cambiaría con caja por acción repetida tras todos los costes, retención después de precios y condiciones contractuales verificables, o menor precio. Lo menos respaldado es margen terminal 10% y múltiplo 25; ni el tipo BCE ni los usuarios del trimestre prueban ese horizonte. La exposición accidental posterior declarada no se usa.

Fuentes y alcance

Q2 2026, presentación financiera:
https://s29.q4cdn.com/175625835/files/doc_financials/2026/q2/Q2-2026-Shareholder-Deck-FINAL.pdf

6-K: contenido, inversiones y caja:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1639920/000162828026052543/spot-20260630x6xk.htm

BCE EUR/USD 15 octubre 2026:
https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/shared/pdf/2026/10/20261015.pdf

WMG Q3: titulares de derechos:
https://www.wmg.com/news/warner-music-group-corp-reports-results-for-fiscal-third-quarter-ended-june-30-2026

20-F: votos y ordinarias:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1639920/000162828026006874/ck0001639920-20251231.htm

Corte informativo propio de cada informe, separado de la fecha editorial. Alcances de lectura y lagunas se indican en el análisis. Sensibilidades propias, sin probabilidades ni rentabilidades esperadas. Revisión interna, no auditoría independiente. Notas justificadas por separado, sin media automática. Horizonte 5–10 años.