

## Las lecciones de Skype y el retorno a la exuberancia irracional

Raúl L. Katz\*  
Analista asociado  
ENTER

**E**n septiembre de 2005, eBay adquirió Skype. Aunque esta operación le sirvió al portal de subastas para entrar en el negocio de la telefonía de voz, la cantidad que pagó por ello puede considerarse excesiva. Ahora, eBay ha anunciado una reducción del valor nominal de Skype, lo que implica su reconocimiento de que ha sobrepagado por esta transacción.

Esta nota ENTER se encarga de analizar el modelo de negocio de Skype para descifrar su perfil económico-financiero y determinar el valor de la empresa y se identifican los motivos por los que eBay decidió realizar la compra.

A comienzos de octubre de este año, eBay anunció la reducción del valor nominal de Skype por un monto de 1.430 millones de dólares. Como se puede recordar, eBay adquirió Skype en septiembre de 2005 por un valor total de 2.600 millones de dólares más un pago incentivo de hasta 1.700 millones de dólares si ciertos objetivos de crecimiento hubieran sido alcanzados. El anuncio de eBay, incluido en la presentación de resultados del tercer trimestre, implicó el reconocimiento por parte de esta última de que había pagado de más –al menos 900 millones de dólares– en la citada transacción.

Skype había sido calificada a mediados de 2005 como uno de los principales jugadores disruptivos del negocio de las telecomunicaciones de larga distancia internacional<sup>1</sup>. Siguiendo ese argumento, varios respetados analistas de inversión de Wall Street comentaron que la adquisición de Skype era una estrategia altamente ventajosa para eBay<sup>2</sup>. ¿Qué pudo haber ocurrido tan sólo dos años más tarde? ¿Por qué se vio a Skype como una de las compañías más interesantes del negocio de telefonía de larga distancia? ¿Por qué se la valoró en términos cercanos a los 4.500 millones de dólares? ¿Era necesario para eBay adquirirla para posicionarse en este sector?

A un nivel más fundamental, ¿qué lecciones e implicaciones se pueden extraer de esta transacción? Si esta operación fue calificada como la primera indicación de la reactivación financiera del negocio de Internet con posterioridad a la crisis del 2001, ¿puede ser considerada como representativa de una nueva burbuja de inversión en la que deberían incluirse las adquisiciones de MySpace (por Murdoch), YouTube, DoubleClick (por Google) y Aquantive (por Microsoft)?

\* El autor es Director de Investigación de Estrategia del Columbia Institute for Tele-Information

<sup>1</sup> Michael Powell, el presidente de la FCC dijo 'cuando los inventores de Kazaa están distribuyendo un pequeño programa que puede ser usado para hablar a todo el mundo, cuya calidad es fantástica y es gratuito, el mundo cambiará ahora, inevitablemente' (D. Roth, 'Catch us if you can' *Fortune*, 9 Febrero, 2004)

<sup>2</sup> Mary Meeker, Morgan Stanley comentó que, 'en general, pese a que siempre existen riesgos, vemos la combinación como altamente positiva' (Mary Meeker, 'eBay acquiring Skype to drive next gen Internet', Morgan Stanley Equity Research, Septiembre 12, 2005). Miran Khan de JP Morgan comentó que 'en su conjunto, la adquisición de Skype podría generar un valor de 4.700 millones para eBay' (Miran Khan, 'eBay, Inc..' JP Morgan Equito Research, Septiembre 28, 2005)

Con todo, esta nota ENTER comenzará analizando el modelo de negocio de Skype para después descifrar su perfil económico-financiero. Con esta información, se pasará a determinar cuál es el valor de la empresa y, habiendo demostrado la sobrevaloración implícita en la adquisición de Skype, se investigará por qué motivo eBay decidió adquirir la compañía y qué tipo de dinámicas podrían haber influenciado esta decisión.

## Un modelo de negocio difícil de monetizar

Fundada en 2003 por el mismo equipo que había desarrollado el sitio de música Kazaa en años anteriores, Skype es una plataforma que ofrece telefonía sobre IP en base a la tecnología *peer to peer*, apalancando protocolos de señalización de propiedad de la compañía. Los servicios básicos ofrecidos por Skype son de dos tipos: comunicación gratuita de voz entre ordenadores usando un software provisto por Skype y comunicaciones de voz de pago entre un ordenador y cualquier teléfono del mundo<sup>3</sup>. Este último servicio se compra en incrementos prepago de 10 o 25 euros y se usa en llamadas cuyo coste promedio es de 2 céntimos/minuto<sup>4</sup>. A estos servicios de comunicación se agregan una cantidad de aplicaciones de pago tales como correo de voz o SkypeIn (cuenta Skype ligada a un teléfono de línea convencional).

Desde el punto de vista económico, Skype opera una plataforma y un modelo de negocios de muy bajos costes fijos –en la medida en que la red se basa en el apalancamiento de los ordenadores de los usuarios–, eliminación de costes de originación de llamadas, costes de ventas basados en una asociación con distribuidores –dos operadores de Internet por país– a los que se compensa con una comisión de hasta el 10%, y ningún gasto en marketing. Este modelo de negocio es altamente disruptivo en la medida en que,

teóricamente, puede competir con operadores telefónicos convencionales desde una posición altamente ventajosa.

Sin embargo, el problema surge por el lado de los ingresos. Pese a que analistas y observadores se maravillaban del ritmo con el que usuarios de Internet bajaban el software necesario para hacer llamadas (140 millones en septiembre de 2005, 135.000 por día), la realidad es que estos números no equivalían a un crecimiento proporcional de ingresos. En realidad, hacia septiembre de 2005, Skype poseía 54 millones de usuarios registrados –lo que significa que habían creado una cuenta Skype–, de los cuales solamente 2,7 millones pagaban por servicios –y estos generan muy pocos ingresos por cuenta–. Para comparar, Skype tiene una base de clientes registrados de los cuales solamente el 5% compran servicios mientras que el 33% de los usuarios registrados de eBay han comprado o vendido productos en los últimos 12 meses –y por los que eBay cobra una comisión–.

## La motivación de eBay

En el momento de la operación, eBay se estaba viendo afectado por tres factores:

- El negocio de subasta electrónico estaba ralentizándose, particularmente en los Estados Unidos y Alemania, sus principales mercados. La tasa de crecimiento de ventas estaba disminuyendo y los márgenes no estaban incrementándose.
- La competencia de otros operadores de Internet estaba creciendo.
- El balance de la empresa mostraba que ésta tenía 3.000 millones de dólares de caja, lo que equivalía a más del 40% de los ingresos del año siguiente, lo que significaba que la empresa no encontraba áreas de oportunidad para invertir esa suma; la disyuntiva era encontrar una oportunidad o devolverla a los accionistas.

Por otra parte, todos los operadores de Internet estaban evaluando la posibilidad de

<sup>3</sup> Este servicio es llamado SkypeOut.

<sup>4</sup> El coste por minuto puede variar de acuerdo a los costes de terminación que cobra el operador del teléfono al que se está llamando.

entrar en el negocio de la telefonía de voz. Google estaba planeando el lanzamiento de GoogleTalk mientras que AOL había lanzado un servicio de voz sobre IP. eBay estaba particularmente preocupado de que, dados los movimientos de la competencia, su negocio básico podría estar en peligro.

En una palabra, desde el punto de vista financiero, eBay debía invertir para rebalancear su perfil de diversificación o devolver el dinero a los accionistas. Desde el punto de vista estratégico, la entrada en telefonía de voz constituía la respuesta defensiva más efectiva a la amenaza de Google y Microsoft. ¿Justifican estos imperativos el coste pagado?

## Valoración de Skype

El precio de una empresa que va a ser adquirida está compuesto del valor intrínseco de los flujos de caja generados por la misma más el nuevo que genere el comprador a partir de sinergias. En la medida en que la cuenta de resultados de Skype en el momento de la compra era de dominio público –y por lo tanto la valoración intrínseca no puede variar– corresponde examinar las sinergias para determinar si éstas justifican el precio que pagó eBay. El anuncio de la adquisición menciona cuatro áreas de creación de valor:

- Aumentar la eficiencia de los compradores y vendedores de la plataforma eBay mediante la posibilidad de que estos se comuniquen en tiempo real durante la transacción mediante un sistema de voz.
- Proporcionar a los usuarios de Skype la posibilidad de pagar por servicios consumidos utilizando la otra plataforma de eBay, PayPal.
- Promociones cruzadas entre los usuarios de Skype y Google
- Creación de nuevos servicios como *Pay per call*.

En realidad, la investigación sobre la creación de valor por medio de fusiones indica

que más allá de la posibilidad de que Skype crezca más rápido como resultado de la creación de nuevos servicios, las otras áreas son altamente especulativas.

Más allá de las áreas de sinergias, las proyecciones que eBay desarrolló para justificar la creación de valor indicaban que Skype alcanzaría rápidamente márgenes operativos de entre el 20% y el 25%. Esta métrica también es ilusoria dado que todos los operadores de telefonía de larga distancia muestran márgenes operativos oscilando entre 7,5% y 18,5%. La consideración de que una empresa pueda evolucionar de una situación de pérdida a la generación de beneficios superiores al 20% en tres años no se corresponde con el modelo de negocio y la situación de Skype.

Al realizar una valoración intrínseca de Skype en función de márgenes más conservadores (10%) indican que el precio de esta empresa rondaría alrededor de 1.900 millones de dólares. Dado el tono altamente especulativo de las sinergias, se considera que éstas no deberían incluirse en la valoración final del activo. Esto genera un valor más conservador del implícito en la transacción y la estimación de Wall Street (ver figura 1).

### 1. Valoración comparativa

#### PRECIO PAGADO POR EBAY

**4.100 millones USD**  
(Máximo)

2.600 millones USD + 1.500 millones en retención  
basada en cumplimiento de metas comerciales

#### PRECIO ESTIMADO POR JP MORGAN

**4.700 millones USD**

#### PRECIO ESTIMADO POR EL AUTOR\*

**1.900 millones USD**

\* Katz, Raul y Zangrilli, Paul. 'Are Internet Companies Overvalued (Again)?', *Strategy and Business*, 8/21/07

## La erosión de valor

La respuesta de los operadores tradicionales a la amenaza de una combinación de eBay y Skype no se hizo esperar: continuar reduciendo precios y desplegar estrategias orientadas a la fidelización de la base de clientes.

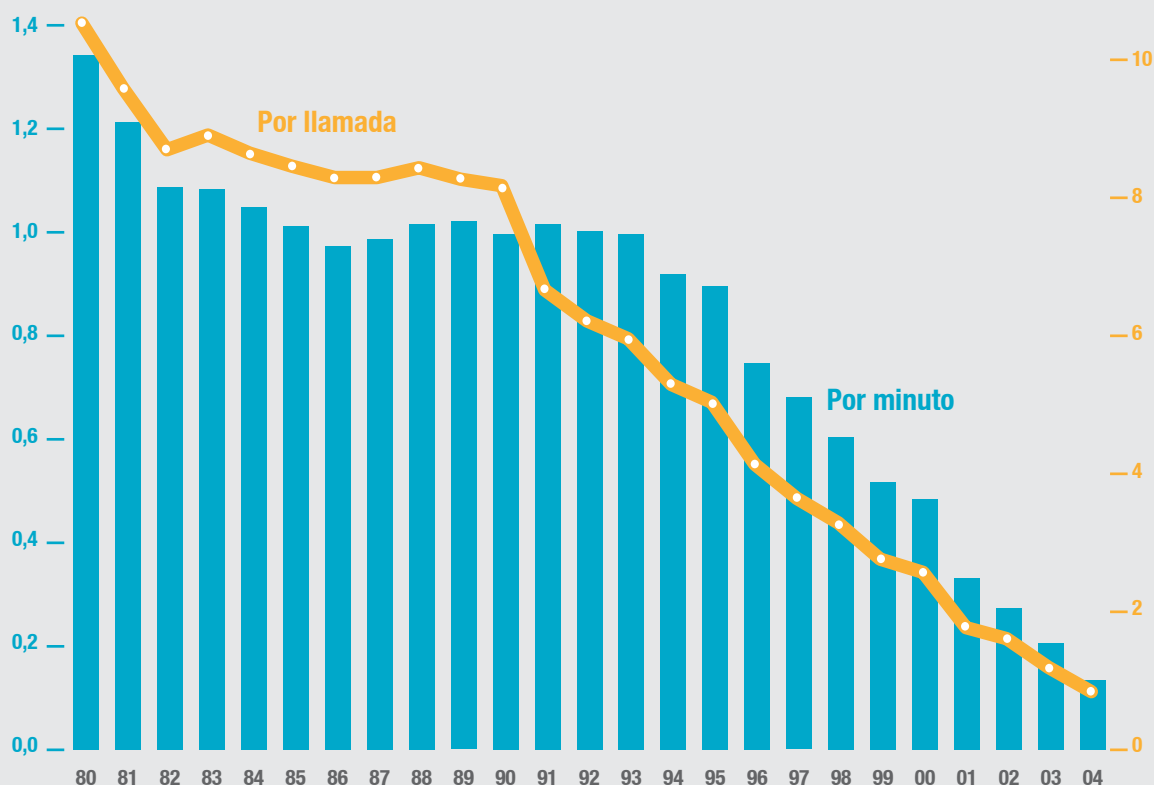
Cuando Skype se plantea como servicio disruptivo para el sector, las tarifas de larga distancia ya habían bajado sustancialmente. En realidad, debido a la competencia del sector, las tarifas internacionales habían comenzado a disminuir diez años antes de la entrada de Skype (ver figura 2).

A día de hoy, la diferencia entre las tarifas de Skype y las ofertas de la competencia tienden a ser mínimas. Si se agrega a esto el hecho de que debido a la conveniencia y a la calidad de servicio superior un operador tradicional puede permitirse cobrar un porcentaje mayor (10%-15%), la diferencia se reduce aún más.

Por otra parte, la estrategia de triple play desplegada por los operadores tradicionales también contribuye a construir lealtad entre los clientes. La respuesta combinada de reducción de tarifas y triple play se suma a una debilidad intrínseca del servicio Skype: el servicio prepago para clientes que tienen otras opciones para hacer llamadas (por ejemplo, teléfono móvil o teléfono convencional) es un producto muy limitado para generar cualquier tipo de lealtad. Por otra parte, la interconexión de redes desbarata todo intento de apalancamiento de efectos de red en una sola plataforma.

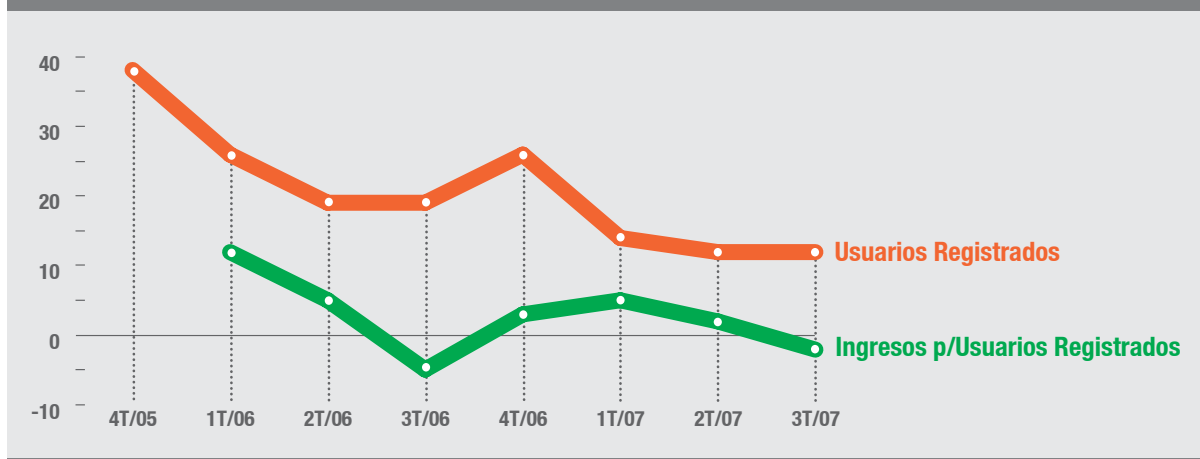
En este contexto, como era de esperar, mientras que el número de usuarios registrados siguió creciendo, los ingresos por usuario registrado siguieron estancados. En otras palabras, después del impulso inicial, Skype no consiguió convertir más usuarios registrados a aquellos que pagan y el ingreso por usuario no se incrementa (ver figura 3).

2. Larga distancia internacional en EEUU  
Ingresos por minuto y por llamada, USD



Fuente: FCC, Trends in Telephone Service 2007, Chart 6.1.

### 3. Tasa de variación inter-trimestral de ingresos y usuarios. %



Con estos resultados, eBay debió en cierto momento reconocer el error cometido en la valoración. La acción siguió bajando. El tercer trimestre de este año cuando los resultados del negocio de subasta mostraron un repunte, se decidió declarar la revalorización de la adquisición para disminuir su impacto negativo.

## Conclusión

El caso de Skype nos muestra que no todo entrante que se base en un modelo disruptivo va a ser necesariamente exitoso. Si bien la plataforma y el modelo de negocios eran revolucionarios, la capacidad de los operadores tradicionales para reaccionar, aún en contextos de 'canibalización' de sus servicios, fueron subestimados. Es importante remarcar, en este sentido, que el concepto Schumpeteriano de 'destrucción creativa' no implica necesariamente que los jugadores tradicionales sucumban frente al ataque de los innovadores. En realidad, los innovadores también pueden presentarse simplemente como estímulo para que el jugador tradicional innove. Una vez que ese proceso de innovación ocurre, impulsado por el nuevo entrante, el 'disruptor' puede desaparecer.

El otro punto importante a remarcar es por qué eBay pagó en exceso el valor de la empresa. Varias explicaciones vienen al caso. Una de ellas es particularmente interesante y está relacionada con el comportamiento de

inversores<sup>5</sup>. En situaciones de toma de decisiones de inversión, pérdidas financieras registradas con anterioridad a la decisión de invertir tienden a incrementar un comportamiento reactivo a arriesgar. Alternativamente, si decisiones anteriores resultaron en ganancias, la voluntad de arriesgar más al tomar la decisión de invertir se incrementa. Este comportamiento sigue la conducta de quien apuesta en los juegos de azar.

Si se analiza el comportamiento de eBay, se observa que la adquisición de Skype no fue

<sup>5</sup> Ver Keasey, Kevin y Moon, Philip. 'Gambling with the house money in capital expenditure decisions: an experimental analysis', *Economic Letters*, vol. 50, no. 1 (January 1996)

### 4. Compañías adquiridas 2000-2005

| Fecha | Compañía Adquirida           | Monto pagado (millones USD) |
|-------|------------------------------|-----------------------------|
| 06/00 | Half.com Inc                 | 374,00                      |
| 08/01 | Internet Auction Co          | 121,67                      |
| 02/01 | Ibazar                       | 93,13                       |
| 07/02 | Paypal Inc                   | 1.392,31                    |
| 08/02 | eBay Australia & New Zealand | 65,00                       |
| 06/03 | Each Net Inc.                | 150,93                      |
| 11/03 | Internet Auction Co          | 93,53                       |
| 01/04 | Mobile.de GmbH               | 150,93                      |
| 06/04 | Baazee.com Inc               | 50,00                       |
| 08/04 | Internet Auction Co          | 159,12                      |
| 08/04 | Internet Auction Co          | 325,66                      |
| 11/04 | Marktplaats.nl               | 290,25                      |
| 12/04 | Viva Group                   | 415,00                      |
| 06/05 | Shopping.com Ltd.            | 524,29                      |
| 09/05 | Skype                        | 4.285,55                    |

su primera transacción. Entre los años 2000 y 2005, eBay adquirió 11 compañías por las que pago más de 50 millones de dólares (ver la lista en la figura 4).

Todas esas operaciones resultaron ser un éxito en términos de potenciación del crecimiento del negocio de subastas. Esto resulta en la voluntad de eBay de elevar su perfil de riesgo al encarar nuevas transacciones. Es importante remarcar, en este sentido, que Skype es una operación atípica en el sentido en que no está directamente ligada al negocio base de eBay (la subasta electrónica) y representa un valor mucho más alto.

¿Hasta qué punto esta operación, al preanunciar el inicio de una nueva ola de adquisiciones en el espacio de Internet, representa una nueva ola de exuberancia irracional caracterizada por adquisiciones basadas en múltiplos elevados de modelos de negocio difícilmente monetizables? Un análisis de las 1.500 operaciones realizadas en los dos últimos años muestra un sinnúmero de situaciones donde una valoración basada en premisas inverificables (por ejemplo, el valor monetizable de una red de relaciones sociales o comunitarias como Facebook) podría llevar a una nueva crisis