

Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ INTERNET

Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΡΑΚΤΙΚΗ & Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

© Η προσέγγιση των εταιριών Internet διανύει σήμερα ένα στάδιο ωρίμανσης, καθώς μετά τον παλαιότερο ενθουσιασμό, αρχίζει να παρατηρείται διεθνώς ένα αυξανόμενο δείγμα “μετριοπάθειας” ως προς τη μεγιστοποίηση των δυνατοτήτων αυτών των εταιριών όσον αφορά τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών τους στα διεθνή χρηματιστήρια. Η διεθνής επενδυτική κοινότητα προσπαθεί σε όλο το τελευταίο διάστημα να κατανοήσει τις ισορροπίες και τις εν γένει προοπτικές του συγκεκριμένου κλάδου μέσα από τις πιο αντιπροσωπευτικές εταιρίες του και τις υπηρεσίες τις οποίες οι τελευταίες προσφέρουν, **προσεγγίζοντας τα αριθμητικά τους δεδομένα με καινοτομικές μεθόδους ή με νέα κριτήρια αποτίμησης**. Το γεγονός ότι - σε επίπεδο πληροφορικής αλλά και τηλεπικοινωνιών - **η ραγδαία εξέλιξη της νέας τεχνολογίας δημιουργεί σοβαρά ερωτηματικά για το βαθμό στον οποίο το μέλλον του internet μπορεί να καταστεί από σήμερα απόλυτα γνωστό**, μάλλον προσθέτει νέα προβλήματα στη διαδικασία αναζήτησης και διερεύνησης των ακριβών ή φθηνών αξιών μέσα στον ίδιο τον κλάδο, αλλά και μεταξύ αυτού και των υπολοίπων της Νέας Οικονομίας. Ήδη κυκλοφορεί μεταξύ των άλλων η άποψη ότι η ανάπτυξη του internet στο μέλλον δεν θα συνδέεται τόσο πολύ με τους ηλεκτρονικούς υπολογιστές, όσο θα στηρίζεται στη λειτουργία των τηλεπικοινωνιών και ειδικότερα της κινητής τηλεφωνίας. Συνεπώς, γίνεται κατανοητό ότι **μία και μόνο αλλαγή στη χρησιμοποιούμενη μέθοδο της τεχνολογίας μπορεί να θέσει αρκετές έως πολλές εταιρίες “εκτός μάχης”, στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι τελευταίες δεν εντοπίσουν εγκαίρως τα μηνύματα των καιρών και δεν επαναπροσδιορίσουν τα επιχειρηματικά τους πλάνα στις αναγκαίες πιο ευέλικτες κατευθύνσεις**.

ΔΙΑΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ INTERNET

© Για τις εταιρίες internet - πέρα από τα συμβατικά μοντέλα αποτίμησης τα οποία δεν τυγχάνουν ιδιαίτερης αποδοχής - χρησιμοποιούνται ορισμένες καινοτομικές προσεγγίσεις λόγω των υψηλών κεφαλαιοποιήσεων που γενικά επιτυγχάνονται τουλάχιστον κατά την έναρξη διαπραγματεύσεων των μετοχών τους στα διεθνή χρηματιστήρια.

© Καταρχήν χρησιμοποιείται η **αποτίμηση ανά συνδρομητή**, όπου η συνολική κεφαλαιοποίηση διαιρείται με τον αριθμό των συνδρομητών (συνήθως εκφράζεται σε δολάρια Η.Π.Α.). Όσο συγκριτικά υψηλότερη είναι η εν λόγω σχέση, τόσο ακριβότερη πρέπει να θεωρείται η εξεταζόμενη εταιρία.

© Επίσης χρησιμοποιείται ο **πολλαπλασιαστής πωλήσεων** (price to sales ratio) έναντι του γνωστού **πολλαπλασιαστή κερδών** (price to earnings ratio), κυρίως λόγω της ιδιόμορφης οικονομικής κατάστασης που παρουσιάζουν αρκετές νεοεισερχόμενες εταιρίες του κλάδου. Ειδικότερα, αρκετές κλαδικές εταιρίες που βρίσκονται στην αρχή της δραστηριότητάς τους, παρουσιάζουν κυρίως υψηλές πωλήσεις και οριακή ή αρνητική κερδοφορία, με αποτέλεσμα ο δείκτης “κεφαλαιοποίηση / πωλήσεις” να αποτελεί το πιο ενδεδειγμένο μέσο για μία πρώτη προσέγγιση αποτίμησης.

© Παράλληλα, εξετάζεται ο **βαθμός διείσδυσης της πληροφορικής** στον ενεργό πληθυσμό μιας οικονομίας. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερα περιθώρια υψηλότερων αποτιμήσεων επιτρέπονται, καθώς θεωρείται ότι η

συγκεκριμένη οικονομία δεν έχει εκμεταλλευθεί – στο βαθμό που το έχουν πράξει ίσως οι άλλες χώρες – τον ενεργό, από πλευράς χρήσης Η/Υ και διαδικτύου, πληθυσμό της. Ειδικότερα στην ελληνική αγορά, ο σχετικός δείκτης (PC penetration) εκτιμάται στο επίπεδο του 15%-25% και είναι από τους χαμηλότερους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτή η παράμετρος δύναται π.χ. να δικαιολογήσει ένα “premium” στη διαμόρφωση της αποτίμησης μιας ελληνικής εταιρίας internet.

© Εξίσου σημαντικός θεωρείται ο δείκτης **“(έρευνα & ανάπτυξη) / πωλήσεις”** ο οποίος εξαγόμενος ως ποσοστό παρουσιάζει την έμφαση που αποδίδει μία εταιρία σε νέες επιχειρηματικές ή τεχνολογικές ιδέες που θα μπορούσαν να της εξασφαλίζουν αξιόλογα έσοδα στο μέλλον. Αν και δεν υπάρχει απόλυτα ιδανικό επίπεδο για τον εν λόγω δείκτη, ένα επίπεδο γύρω από το 10% θεωρείται ως ικανοποιητικό από την αναλυτική κοινότητα.

© Τέλος, υπάρχει και ο λεγόμενος δείκτης **“price to growth flow”**, ο οποίος υπολογίζεται μέσω της διαίρεσης μεταξύ (α) της τιμής της μετοχής και (β) του αθροίσματος «κέρδη ανά μετοχή + έρευνα και ανάπτυξη ανά μετοχή». Ο συγκεκριμένος δείκτης βάσει της ιστορικής εμπειρίας δύναται να προκαλεί το ενδιαφέρον όταν κινείται στο εύρος 5-8 φορών.

ΧΡΗΣΙΜΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΛΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

© Επιγραμματικά, όπως παρατηρείται έως σήμερα στη διεθνή πρακτική, στη διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρίας του κλάδου λαμβάνονται υπόψη μία σειρά παραμέτρων, οι κυριότερες εκ των οποίων είναι οι ακόλουθες:

- © Η **εξέλιξη αριθμού χρηστών** σε μία χώρα (στην Ελλάδα μετρώνται βάσει του συνόλου των IP πολλαπλασιαζόμενου επί 5).
- © Ο **ρυθμός ανάπτυξης της μελλοντικής αγοράς internet** (η οποία περιλαμβάνει πολλούς υπο-κλάδους και επίσης άπτεται της αγοράς των τηλεπικοινωνιών).
- © Ο **βαθμός διείσδυσης των Η/Υ** στον ενεργό πληθυσμό μιας χώρας.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΥΣΚΟΛΙΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

© Δεδομένων των δυσκολιών οι οποίες εκ των πραγμάτων υφίστανται στην αποτίμηση ενός νέου και ταχύτατα εξελισσόμενου κλάδου, όπως εκείνου του internet, στα γενικότερα προς επίλυση θέματα προστίθενται συνήθως ορισμένες άλλες διαστάσεις που σχετίζονται με τις κλαδικές εταιρίες:

- © Ταυτόχρονη ύπαρξη (α) αρνητικών αποτελεσμάτων ή χαμηλής κερδοφορίας και (β) ικανοποιητικών έως υψηλών πωλήσεων πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο.
- © Υλοποίηση συσσωρευμένων αρχικών (start-up) επενδύσεων, αλλά και πραγματοποίηση επιπρόσθετων επενδυτικών δαπανών στην πορεία των εργασιών, με αποτέλεσμα την πιθανή διενέργεια υψηλότερων αποσβέσεων και την επιδείνωση του τελικού μεγέθους (bottom-line) της κερδοφορίας.
- © Η περίπτωση επαναπροσδιορισμού των πωλήσεων λόγω τεχνικών ή λογιστικών παραγόντων δύναται να διαφοροποιήσει το λόγο “κεφάλαιοποίηση προς πωλήσεις” (price to sales ratio) και να οδηγήσει σε αναπροσαρμογή των δεδομένων αποτίμησης.

ΠΟΙΟΙ ΠΡΟΣΘΕΤΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΣΥΝΗΓΟΡΗΣΟΥΝ ΣΤΟ ΔΙΣΙΔΟΛΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

© Για τη διεθνή σχολή σκέψης που τάσσεται υπέρ των υψηλότερων αποτιμήσεων των εταιριών internet θα πρέπει να αναφερθεί μία ενδιαφέρουσα – πλην όμως ασυνήθιστη - οπτική γωνία βάσει της οποίας οι οπαδοί της ερμηνεύουν με έμμεσο

τρόπο τη συγκεκριμένη αισιόδοξη άποψή τους. Το σκεπτικό τους έγκειται στο γεγονός ότι η υψηλότερη **δυνατή κεφαλαιοποίηση** περιορίζει το βαθμό ανόδου της τιμής της μετοχής μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, και διασφαλίζει μια εικόνα ομαλότερων διακυμάνσεων, ιδιαίτερα στο συγκεκριμένο κλάδο όπου ο εν λόγω στόχος θεωρείται εκ φύσεως δύσκολος λόγω της υψηλής μεταβλητότητας (volatility). Βάσει της ίδιας οπτικής γωνίας, **μία εξαιρετικά χαμηλή κεφαλαιοποίηση** – σε έναν κλάδο που τείνει να ενσωματώνει ιδιαίτερα υψηλές προσδοκίες - ενδεχομένως να δημιουργούσε ένα μεγάλο πυρετό αγοραστών κατά την έναρξη της διαπραγμάτευσης και να οδηγούσε σε έντονη ή και εκρηκτική άνοδο της τιμής, η οποία θα δημιουργούσε προσδοκίες που ενδεχομένως δύσκολα θα μπορούσαν να συντηρηθούν στο μεσο-μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Σε έναν κλάδο υψηλής μεταβλητότητας, όπως αυτός του internet, η διασφάλιση των μικρότερων δυνατών διακυμάνσεων αποτελεί έναν κρίσιμο παράγοντα στη μακροχρόνια σύσφιξη των σχέσεων της εταιρίας με τους υπάρχοντες ή μελλοντικούς μετόχους της και **διαμόρφωσης μιας πειστικής και μακροχρόνια ωφέλιμης χρηματιστηριακής συμπεριφοράς.**

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΠΡΟΣΕΧΘΟΥΝ ΑΠΟ ΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ INTERNET

© Η διοίκηση μιας εταιρίας internet είναι χρήσιμο να επιδιώξει την ικανοποίηση μιας σειράς προϋποθέσεων με έγκαιρο τρόπο, προκειμένου να διασφαλίσει στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό την ύπαρξη μιας ευνοϊκότερης προδιάθεσης της χρηματιστηριακής αγοράς πριν τη διαμόρφωση της τελικής αποτίμησής της. Πιο συγκεκριμένα, ορισμένες από τις προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να προσεχθούν από μία εταιρία internet είναι οι ακόλουθες:

- © Το στοιχείο του **ικανού μανάτζμεντ** και της **ευελιξίας στην προσαρμογή** σε διαρκώς νέα τεχνολογικά δεδομένα πρέπει να αποτελεί αναμφίβολα μία διαχρονική αρετή της εταιρίας internet. Η ικανοποίηση αυτής της προϋπόθεσης – η οποία πρέπει να έχει “περάσει” ως μήνυμα στην ευρύτερη επενδυτική κοινότητα - αυξάνει τις πιθανότητες διατήρησης της δυναμικής χρηματιστηριακής αξίας μιας εισηγμένης κλαδικής εταιρίας σε ένα περιβάλλον ταχύτατων τεχνολογικών εξελίξεων και οξύτατου ανταγωνισμού.
- © Στον τομέα του χαρτοφυλακίου των παρεχόμενων υπηρεσιών απαιτείται μία **πειθαρχημένη έμφαση στη φύση της συγκεκριμένης υπηρεσίας** (π.χ. e-commerce) στην οποία η εταιρία επιθυμεί τόσο να επικεντρωθεί όσο και να αναπτύξει ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, λαμβάνοντας υπόψη την ευελιξία του τεχνολογικού τρόπου με τον οποίο αυτή προσφέρεται.
- © Ο **καταμερισμός των εσόδων σε ένα ευρύτερο γεωγραφικό επίπεδο** επιτρέπει τόσο την εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας όσο και την ταχύτερη ανάπτυξη ενός δικτύου πωλήσεων μέσω μεγαλύτερων ομάδων χρηστών-καταναλωτών, ικανών να “δεχθούν” νέες υπηρεσίες και προϊόντα.
- © Η **χρήση της πιο διαδεδομένης γλώσσας** (διεθνώς πρώτα έρχεται η αγγλική και μετά η ισπανική γλώσσα) αποτελεί σύμφωνα με πολλούς παρατηρητές κλειδί στη δυνατότητα μιας εταιρίας να επιτύχει μία ισχυρή διεθνή παρουσία, αυξάνοντας τον αριθμό των επισκεπτών, πελατών ή και συνδρομητών της.
- © Η **δημιουργία ενός ισχυρού ονόματος** (brand name) σε συνδυασμό με την έγκαιρη παρουσία στον εν γένει κλάδο, σημαίνει ότι εκείνος που θα πραγματοποιήσει πρώτος ένα σημαντικό βήμα σε έναν από τους τομείς δραστηριοποίησης του διαδικτύου (service-provider, e-commerce, κ.λ.π.), διαθέτει ιδιαίτερα μεγάλες πιθανότητες να κτίσει επίσης πρώτος ένα ευρέως γνωστό όνομα, αλλά και να επικρατήσει σε μακροχρόνια βάση διασφαλίζοντας μεγάλο πελατειακό κοινό.