



تقييم المستخدمين والمشاركين والعملاء

في المواقع والتطبيقات الإلكترونية

ترجمة لمقال : Aswath Damodaran
Stern School of Business

البداية من الجزء: تقييم المستخدمين والمشاركين والعملاء

مقدمة

انطلاقاً من دور الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين "تقييم" في نشر ثقافة التقييم وإثراء المحتوى المهني العربي بمواد متخصصة تساهم في تطوير مهنة التقييم والممارسين لها في الوطن العربي، قامت "تقييم" بالتواصل مع البروفيسور أسوات داموداران الذي يعمل في كلية ستيرن لإدارة الأعمال، ويعتبر من أكبر الخبراء المتخصصين في تقييم المنشآت الاقتصادية بالعالم وأخذ الأذن منه بترجمة هذا المقال الذي يستعرض طريقة تقييم المستخدمين والمشاركين والعملاء في المواقع والتطبيقات الإلكترونية.

الملخص

في طرق التقييم التقليدية، نقوم بتقييم الشركات ككيانات مجمعة وذلك بتقدير إجمالي الإيرادات والأرباح والتدفقات النقدية على مختلف أعمال وعملاء الشركة ومن ثم تخصم التدفقات النقدية بمعدل خصم يعكس المخاطر المرجحة على مستوى الشركة كاملةً. وهناك سببان رئيسان لذلك، أولاً، غالباً ما تكون معلومات القوائم المالية المقدمة للمستثمرين معلومات شاملة عن الشركة ككل وليس للأجزاء المكونة لها. ثانياً، لأن الاستثمار في الشركات يكون للشركة كاملة وليس في أجزاء تابعة لها. بالرغم من ذلك فإن الشركات تسوق نفسها للمستثمرين بناء على عدد المستخدمين والعملاء والمشاركين لديها بل تقوم أيضاً ببناء نماذج أعمالها حول تلك الأجزاء. بينما يؤكد العديد أن أساليب التقييم التقليدية لا تعمل في هذا النظام العالمي الجديد إلا أنني لا أتفق معهم. لذا كتبت هذه الورقة لتتوسع في أساليب التقييم التقليدية والتسعير الحقيقية لتتضمن تقييم المستخدم أو المشترك أو العضو لشركات مثل Uber و Amazon Prime و Spotify و Netflix. وخلال هذه العملية سنكشف بعض الثغرات في الإفصاح عن المعلومات ونستعرض القوى المؤثرة على قيمة المستخدمين والمشاركين.

جدول المحتويات

5	التجميع مقابل التجربة.....
8	شركات المستخدمين والعملاء.....
10	مشاكل عند التقييم
12	الخطوات الأولى.....
12	القيمة الذاتية.....
15	عملية التسعير.....
16	أبحاث التسويق
18	عملية تقييم المستخدمين والأعضاء والمشاركين.....
18	التقييم الذاتي
19	قيمة المستخدمين الحاليين
23	قيمة المستخدمين الجدد
25	أعباء الشركات
28	التطبيق (١): تقييم ركاب شركة Uber في يونيو 2017.....
28	طريقة عمل شركة Uber
29	التقييم المجمع
32	التقييم القائم على المستخدم
32	تحليل البيانات المالية.....
34	قيمة المستخدمين الحاليين.....
36	قيمة المستخدمين الجدد.....
37	أعباء الشركة.....
37	القيمة الإجمالية لـ Uber
38	التعامل مع عدم اليقين.....
40	التطبيق (٢): تقييم Netflix في أبريل 2018.....
40	طريقة شركة Netflix
41	التقييم القائم على المستخدم.....
41	تحليل البيانات المالية.....
43	تقييم المشاركين الحاليين.....
44	تقييم المشاركين الجدد.....

45	أعباء تكلفة الشركة.....
46	تقييم Netflix
48	تطبيق 3: تقييم Amazon Prime في إبريل 2018
48	نمو الظاهرة
49	طريقة عمل Amazon Prime
51	التقييم القائم على المستخدم
51	تحليل البيانات المالية
54	تقييم أعضاء Prime الحاليين
55	تقييم أعضاء Prime الجدد
56	تقييم تكلفة أعباء الشركات
57	تقييم Amazon Prime
58	ديناميكيات قيمة المستخدم
58	مقترحات حول تكلفة المستخدم
59	تكاليف المستخدم الحالي مقابل الجديد
60	التكاليف الثابتة مقابل المتغيرة
62	اقتراحات زيادة المستخدمين
65	اقتراحات زيادة المستخدمين
65	الجيد والسيئ والقبيح.....
67	مزايا ربط الشبكات والبيانات الضخمة
68	نماذج الإيرادات
69	الخيارات الحقيقية.....
71	تسعير المستخدمين والمشاركين والاعضاء
71	التسعير المبدئي
72	مراقبة عملية التسعير
74	تطبيق 4: تسعير Spotify.....
77	دروس عامة.....
78	الاستنتاج.....

في التقييم التقليدي للأعمال، نقوم بتقييم الشركة ككل، وخصم التدفقات النقدية على مستوى الشركات والعملاء وبتكلفة رأس المال على مستوى الشركة كاملة. وهي في الغالب الطريقة المناسبة للتقييم، ولكن هناك حالات تحتاج إلى تقييم الشركة بشكل مجزأ، إما عن طريق تقييم كل عمل من الأعمال حسب التوزيع الجغرافي، أو من خلال تقييم الوحدات الخاصة بها (العملاء والمستخدمين) ثم جمعها لاحقاً. ومع أن مبادئ التقييم الأساسية لا تتغير عند تطبيقها على التقييم المجزأ إلا أن المعلومات التي نحتاجها والأخطاء التي يجب علينا تفاديها تختلف عن التقييمات التقليدية. لذلك سنبدأ الفصل بمقارنة التقييم المتكامل مع التقييم المجزأ من خلال النظر في كيفية تقييم الشركات التي تعتمد على المستخدمين أو المشاركين وذلك عن طريق تقييم المستخدمين أو المشاركين على حدا.

التجميع مقابل التجزئة

إحدى ميزات طريقة تقييم التدفقات النقدية المخصومة هو أنها يمكن إضافتها على بعضها البعض. وبعبارة أخرى، إذا كان عليك تقييم شركة ما في ثلاث منشآت مختلفة، يمكنك تقييم الشركة كاملة، بإضافة تدفقاتها النقدية لكافة المنشآت الثلاثة وخصمها بمعدل خصم متوسط القيمة المرجحة على مستوى المنشآت أو يمكنك تقييم كل منشأة من المنشآت الثلاث على حدا، وذلك باستخدام التدفقات النقدية ومعدل خصم كل منشأة في التقييم، ومن ثم إضافة تلك القيم. ومن الناحية النظرية، ستحصل على نفس القيمة بغض النظر عن طريقة التقييم المتبعة. سنقوم بوصف التقييم الأول باسم **التقييم المجمع** والتقييم التالي باسم **التقييم المجزأ** وثم سنميز بين اختلافاتهما.

هناك سببان لهيمنة أسلوب التقييم المجمع تاريخياً:

- يقوم المستثمر بالاستثمار في الشركات بأكملها وليس في أجزاء منفصلة منها. مثلاً إذا اشترت أسهم في جنرال اليكتريك فإنك تشتري في الشركة

الأساس، وليس في فروعها مثل جنرال إلكتريك لمحركات الطائرات أو في جنرال إلكتريك كاييتال، والحال نفسه عند الاستثمار في شركة كوكا كولا فإن الاستثمار سيكون في الشركة العالمية، وليس في فرع عمليات التشغيل الهندية التابعة لها. وقد يكون هذا السبب الكامن في بناء التقييم حول التجميع، حيث يمكنك من خلاله إلقاء نظرة على الإيرادات والتدفقات النقدية للشركة على مستوى المناطق الجغرافية والشركات التابعة وخصمها بالقيمة الحالية بمعدلات الخصم التي تعكس مقاييس هذه الشركات وأماكنها الجغرافية.

• السبب الآخر الذي يجعل عملية التقييم المجمع هو القاعدة الأساسية وليس الاستثناء هو أن معظم المعلومات المعلن عنها تتم على أساس شامل، فإن شركة جنرال إلكتريك وشركة كوكا كولا تعلن عن قوائمها المالية الكاملة (قوائم الدخل والميزانية العمومية وقائمة التدفقات النقدية) لمشاريعها. وبينما هناك بعض المحاولات لتحسين عملية الإفصاح حسب قطاع الأعمال وعلى مستوى المناطق الجغرافية، إلا أن هذه المعلومات تحال عادة إلى الهوامش وتكون متفاوتة من شركة لأخرى حسب ممارسات الإفصاح المتبعة.

ولكن هناك حالات تستدعي تقييم أجزاء الشركة بشكل منفصل.

1. **الفروقات الجوهرية:** تظهر ميزات التقييم الجزأ عند تقييم الشركات متعددة الأنشطة والشركات العالمية حيث يمكن تحديد المخاطر المختلفة والتدفقات النقدية وملامح النمو لكل جزء وفرع من الشركة بدلاً من محاولة إنشاء تقرير مرجح واحد للشركة بأكملها.

2. **التباين في معدل النمو:** إذا كانت بعض الأعمال والقطاعات الجغرافية تنمو بسرعة أكبر من غيرها في نفس الشركة، فإنه من الصعب استخدام التقييم المجمع لعكس معدلات النمو المختلفة. فعلى سبيل المثال، يجب أن

يتغير معدل بيتا الذي يمثل المتوسط المرجح للأعمال التي كانت تخوضها الشركة مع مرور الوقت إذا شهدت بعض الأعمال نمواً أكثر من غيرها.

3. أسباب المعاملات: في بعض الحالات، ستحتاج إلى تقييم جزء من الشركة، بدلاً من شركة بأكملها لأن هذا الجزء سيتم بيعه أو فصله. وتصبح هذه الحاجة ملحة عند تقييمك شركة سيتم فصلها إلى أجزاء.

4. أسباب إدارية: من المنطقي أن يقيم كل جزء من الأعمال داخلياً على حدا وذلك لسببين وهما: رصد أداء مختلف مدراء الأقسام وأيضا لتحسين ذلك الأداء.

تسمى عملية تقييم شركة من خلال تقييم عناصرها ومن ثم إضافة القيم لبعضها البعض طريقة التقييم بجمع الأجزاء. واستخدمت هذه الطريقة منذ عقود بالرغم من أنها تُغير عند الممارسة وأن طريقة التسعير منها تعتبر أكثر شيوعاً. وتناولت العملية بالتفصيل في ورقة علمية حول تقييم الشركات متعددة الأنشطة والشركات العالمية وذلك باستخدام شركة United Technologies كمثال توضيحي.¹

في العقد الماضي، بدخول شركات التواصل الاجتماعي مثل الفيسبوك وتويتر إلى الأسواق، إزداد التركيز على ما هي قيمة المستخدم في تلك الشركات، ويرجع ذلك إلى اعتماد قيمتها على عدد المستخدمين وصنع قرارات مخصصة لتعظيم تلك القيمة. يمكن القول بأن الوحدة المجزأة لهذا النوع من الشركات هي المستخدم أو المشترك، لذلك عند تقييم تلك الشركات، تحتاج أولاً إلى تقييم مستخدميها. وسيطور موضوع المقال الأساسي على ذلك.

¹ Damodaran, A., 2009, The Octopus: Valuing Multi-business, Multi-national Companies, Working Paper, SSRN.com.

شركات المستخدمين والعملاء

على مدار السنوات الماضية، شهدنا تحول إلى عصر تقيس الشركات نجاحها بناءً على عدد المشاركين والعملاء والمستخدمين لديها وليس على المقاييس التقليدية لإجمالي الإيرادات والتدفقات النقدية. وفي حين التزامنا بمفهوم أن القيمة تأتي في نهاية المطاف من التدفقات النقدية، فإن الطريقة التي تتحقق فيها تلك التدفقات النقدية لشركات مثل Uber و Facebook و Netflix في كثير من الأحيان من خلال مستخدميها أو مشاركيها. وفي عملية التسعير كان التحول أقوى مع وجود العديد من المستثمرين الذين يسعون شركات التواصل الاجتماعي بناءً على عدد المستخدمين عوضاً عن مضاعفات إجمالي الإيرادات والأرباح. في هذا القسم ننظر إلى الجانب المظلم من هذا التحول، من حيث ممارسات التقييم والتسعير، كما نقدم نظرة أخرى في أفضل أساليب تقييم وتسعير المستخدمين أو المشاركين.

لا توجد شركة توضح هذا التحول في الأعمال أفضل من Facebook. حيث يمكن تتبع الارتفاع الهائل لقيمة Facebook عند الاطلاع على قاعدة عملائها العملاقة والتي بلغت أكثر من 2 مليار مستخدم بحلول نهاية عام 2017. إن حجم قاعدة المستخدمين الهائلة لـ Facebook وطبيعة البيانات التفصيلية حول المستخدمين وخياراتهم المفضلة جعلت وكالات الإعلان مستعدة للدفع مقابل عرض إعلاناتها المستهدفة لهؤلاء المستخدمين. وقد تحقق من ذلك إيرادات من الإعلانات الإلكترونية تنمو بمعدلات ضخمة في كل فترة مع هامش تشغيل مرتفع (يزيد عن 50% في عام 2017). وهناك شركات تواصل اجتماعي أخرى، أقل عمراً وخبرة من Facebook، ولا تقدم سوى جزء من المعادلة حيث لديها عديد من المستخدمين ولكن إيرادات وأرباح قليلة أو معدومة. وهذا هو الحال مع شركات مثل Twitter و Snap على الرغم من أن كلا الشركتين ستقول بأنها ليست سوى مسألة وقت قبل زيادة أرباحها.

شركات التواصل الاجتماعي ليست الوحيدة التي تبني قيمتها من خلال المستخدمين. فإن شركة Netflix شركة أخرى ارتفعت قيمتها السوقية، وهي تعتمد على نمو قاعدة مشتركها أكثر من الإيرادات أو الأرباح في كل تقرير من تقاريرها. هذا وبحلول نهاية 2017، اشترك أكثر من مائة مليون شخص في الخدمة المقدمة من الشركة. ولاحظت الشركات التي اعتادت بناء تقييماتها حول المقاييس التجارية التقليدية مدى استحسان السوق لمقاييس الوحدات. استثمرت شركة Amazon بشكل كبير في Amazon Prime حيث وصل اشتراك العضوية إلى 100 مليون مشترك بنهاية عام 2017، ويعتبر استثمار في مجال التجزئة وأنشطة الترفيه. كما أن شركات Microsoft و Adobe التي كانت شركات برمجيات تقليدية قامت بتطبيق نماذج الاشتراك مثل Microsoft Office 365 و Adobe Creative Cloud بعدما كان يعتمد نموها على بيع التحديثات المدخلة على البرمجيات القائمة.

إذا كنت مستثمر أو محلل يقيم تلك الشركات، فلديك ثلاثة خيارات، الخيار الأول: الالتزام بنماذج التجميع التقليدية ومحاولة الحصول على مزايا المستخدمين والمشاركين من خلال نمو الإيرادات وهامش التشغيل، فضلاً عن تكلفة الحصول على هؤلاء المستخدمين عند إعادة الاستثمار. الخيار الثاني: تقدير قيمة المستخدم أو المشترك باستخدام المبادئ الأولى للقيمة الذاتية² أو ممارسات التسعير النموذجية ومن ثم جمعها للوصول إلى قيمة الشركة. ومن وجهة نظري، توجد مزايا لكلا الطريقتين وحيث لا يوجد سبب يمنع من استخدام كلا الطريقتين يفضل استخدام كلاهما. أما الخيار الثالث هو الالتزام بالمنهج التقليدي للأرقام المجمعة المتوقعة ولكن محاولة استخدام تلك التوقعات بشكل أكثر وضوحاً مع عدد المستخدمين والتي تعكس اقتصاديات العمل التجاري بما في ذلك تكلفة الحصول على مستخدم والقيمة المتوقعة له.

² هي قيمة الشركة من خلال التحليل الأساسي لقوائمها المالية دون اعتبار لقيمتها السوقية.

مشاكل عند التقييم

أخذاً في الاعتبار خصائص الشركات التي تعتمد على المستخدمين، يمكنك البدء في إنشاء نماذج تقييم تتضمن هذه الخصائص. ولكن تكمن المشكلة في هذا النوع من التقييمات في أنها غير نظرية، و تعتمد على طرق الإفصاح عن المعلومات والممارسات الحاسوبية.

- الإفصاح عن المعلومات (أو عدم الإفصاح): توضح الأقسام القادمة أن عملية تقييم المستخدم ليست بهذه الصعوبة. وفي الواقع، يمكن تطبيق نماذج التقييم التقليدية لتقدير قيمة مستخدم Facebook وراكب Uber والمشارك في Netflix بكل سهولة. ولكن المعلومات اللازمة لتقييم هذه الأجزاء لا تقدمها الشركات غالباً أو تقدمها بشكل غير واضح.

ومن الغريب أن ترى الشركات التي تتنافس في إفشاء المعلومات عن عدد مستخدميها وتطالب بتسعيرها وفقاً لذلك غير مستعدة لمشاركة المعلومات عن المستخدمين التي يحتاجها المستثمر للحكم على أفضل قيمة أو سعر لها؛ لذا يفضل من القائمين على كتابة القواعد الحاسوبية الأخذ بعين الاعتبار احتياجات المستثمرين لتقييم قيمة الوحدة أو الجزء على نحو أفضل عندما يكتبون قواعد مخصصة للشركات القائمة على المستخدمين أو المشاركين. وحتى يتحقق ذلك، فيجب الحصول على بيانات قواعد عملاء العديد من الشركات بطريقة غير مباشرة من مؤسسات استخبارات تجارية مثل موقع Second Measure (<https://secondmeasure.com>)، حيث يمكن استخراج بيانات المستخدمين وتحليل سلوك العملاء بناءً عليها.

عدم اتساق الحسابات: وهي مشكلة أخرى إلى جانب مشكلة عدم الإفصاح عن المعلومات خصوصاً للشركات ذات الأصول غير الملموسة. تماماً كما يعتبر المحاسبون النفقات الرأسمالية الضخمة (للبحث والتطوير)

كنفقات تشغيلية للمنشآت التقنية وشركات الأدوية، فإن أضخم الاستثمارات نمواً في المستقبل للشركات القائمة على المستخدمين والمشاركين هي الأموال التي يتم إنفاقها في الحصول على المستخدمين والمشاركين الجدد وصرف تلك النفقات بشكل روتيني. وكما هو الحال مع شركات الأدوية، فيمكنك القول بأن دخل الشركات القائمة على المستخدمين لا تمثل الواقع وأن أكبر الأصول المملوكة لهذه الشركات غير مثبتة في دفاترهم المحاسبية. كما يمكننا القول بأن المشكلة أكثر صعوبة في هذه الشركات من شركات التقنية والأدوية، لأن أعمال البحث والتطوير يتم الإبلاغ عنها بشكل منفصل باعتبارها نفقات تشغيلية، وبالتالي يمكن تصنيفها كنفقات رأسمالية، لكن تكاليف الحصول على مستخدمين جدد لا تظهر في المصروفات الإدارية والعمومية وغالباً ما يكون يصعب فصلها (إن لم يكن مستحيلاً).

- تنوع المستخدمين: لا يتساوى كل المستخدمين والمشاركين في القيمة. في حين أن متوسط عائد الاشتراك في Netflix هو تقريباً بأسعار مماثلة في جميع أنحاء العالم، إلا أن قيمة المستخدم تتفاوت تفاوتاً كبيراً على مستوى المناطق الجغرافية وفي نفس السوق أحياناً. على سبيل المثال، عند تقييم مستخدم أو راكب Uber في القسم التالي اتضح أن بعض مستخدمي Uber يستخدمون خدماتها أكثر من غيرهم ومن ثم يجب تقييمهم بدرجة أعلى. في الواقع، تكمن بعض المخاطر تقييم المستخدم في التفاوت في القيم على مستوى المستخدمين، حيث أن الشركة التي تستمد 90% من قيمتها من 10% من مستخدميها تستند على قاعدة أكثر خطورة من الشركة التي لديها قيمة توزيع موحدة. ومرة أخرى لا يتوقع من الشركات أن تقدم معلومات إضافية حول الاختلافات على مستوى المستخدمين حيث تكثفي بعرض المعلومات عن إجمالي عدد المستخدمين ومتوسط إحصائيات الاستخدام فقط.

وهكذا أتضح لنا أنه ليس فقط المحللين وممارسين التقييم الذين لم يدركوا التحول نحو شركات المستخدمين والمشاركين ولكن أيضا قواعد المحاسبة وقوانين الإفصاح عن المعلومات.

الخطوات الأولى

قام بعض المحللين الماليين بتعزيز جهودهم بشكل مبدئي لتقييم وتسعير المستخدمين لدى شركات مثل Amazon و Facebook و Netflix وحتى Amazon ولكن في الغالب لأسباب خاطئة، حيث دفعت عدم القدرة على التوصل إلى التقييمات الذاتية التي تبرر الاستثمار في هذه الشركات المحللون للبحث عن طرق بديلة تمكنهم من تحويل هذه الشركات إلى مبيعات مرغوبة. ونتيجة لذلك، أصبحت العمليات متحيزه والممارسات التي نتجت عنها يشوبها العيب. وفي الوقت نفسه، فإن بعض الباحثين والاستشاريين في مجال التسويق استغلوا التركيز على المستخدمين والمشاركين، وتوصلوا إلى المتغيرات الخاصة بهم والتي تشمل أفضل الطرق لتقييم المستخدمين والمشاركين والأعضاء وكيفية تعزيز تلك القيمة أيضاً.

القيمة الذاتية

هل يمكنك تعديل نماذج تقييم القيمة الذاتية لتقييم المستخدم؟ الإجابة نعم وقد تبع بعض المحللين التيار السائد مبكراً. وفي هذه العملية، أغفل بعض المحللين المبادئ الأولية التي يجب اعتبارها في التقييمات التقليدية.

1. **بقاء المستخدم:** هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة من المستخدم على مدار حياته مع الشركة. ولتقدير تلك الفترة، تحتاج إلى التعرف على معدلات تجديد اشتراك العملاء، وحيث أن العديد من الشركات لا تكشف هذه المعلومات، فهناك بعض المحللين الذين يقيمون المستخدمين على افتراض بقاؤهم على مدار حياتهم أو ما هو أسوأ من ذلك البقاء إلى الأبد مما يؤدي إلى المبالغة في قيمة المستخدم.

2. الإيرادات كتدفقات نقدية: إن الرقم الذي يمكن للمحللين تقديره بسهولة هو العائد لكل مستخدم أو مشترك أو متوسطه على الأقل. في النماذج القائمة على الاشتراك مثل Netflix يأتي التقييم من خلال ملاحظة السعر الذي يتم تحصيله من كل مشترك، أما النماذج القائمة على المستخدم مثل Uber يمكن استخلاصها من خلال قسمة إجمالي الإيرادات على عدد المستخدمين. ومن الصعوبات التي يمكن مواجهتها في هذه الشركات هو تقدير المبالغ المنفقة على خدمة المستخدمين الحاليين. ونتيجة لذلك، فإن العديد من التقييمات القائمة على المستخدم تعتبر الإيرادات كتدفقات نقدية، وتتم كما لو أن لا يوجد تكاليف مرتبطة بخدمة المستخدمين الحاليين أو عدم وجود ضرائب يجب دفعها على الدخل الناتج. ويمكن تقييم المشترك في Netflix على افتراض أن إيرادات الاشتراك السنوي تبلغ حوالي 120 دولار لكل مشترك في عام 2017، وهو التدفق النقدي للسنة ولكن هذا سيؤدي إلى المبالغة في تقييم المشترك.

3. سحر المستخدم الجديد: تتضمن الشركة القائمة على المستخدم مجموع قيمة المستخدمين الحاليين بالإضافة إلى قيمة أي مستخدمين جدد سيتم انضمامهم إلى الشركة. وهذا يوضح أن قيمة المستخدم الجديد تكون أقل من المستخدم الحالي، وذلك لسبب بسيط: أن عملية الحصول على مستخدمين جدد تؤدي إلى دفع تكاليف. ويتضح هنا أن غياب المعلومات المحددة حول تكاليف الحصول على المستخدمين الجدد يؤدي إلى عدم الاعتراف بتلك التكاليف وإهمالها ومنح المستخدمين الجدد نفس قيمة المستخدمين الحاليين، مما ينجم عنه قيم مبالغ فيها للشركات التي تنفق مبالغ كبيرة في سبيل الحصول على هؤلاء المستخدمين الجدد. مثل ما أن الشركات التقليدية يمكن أن تشهد نمواً قد ينتج عنه انهيار القيمة نظراً لعملية الإنفاق الزائدة بغرض تحقيق هذا النمو، فإن بالمثل يمكن للشركات القائمة على المستخدم أن تضيف مستخدمين جدد مما ينتج عنه انهيار

القيمة نتيجة هذه عملية الإنفاق الزائدة بغرض الحصول على هؤلاء المستخدمين الجدد.

4. تفريغ تكاليف الشركات: بمجرد أن تقوم بتقييم المستخدمين الحاليين والجدد وتجميعهم ستحتاج إلى كم هائل من عمليات الترتيب، حيث أن الشركات القائمة على المستخدمين غالباً ما يكون لديها تكاليف كبيرة لا يمكن تتبعها بشكل مباشر أو تحميلها على المستخدم. ونشير مرة أخرى إلى غياب المعلومات حول تلك التكاليف مما يؤدي إلى عدم اعتبارها عند تقييم الشركات والحصول على نتائج متوقعة (تقييم مبالغ فيه).

5. القوى التنافسية: قد ننتقل من تقييم الشركات إلى تقييم المستخدمين ولكن لا يعني هذا إيقاف العمل بالقوانين الاقتصادية والتجارية. فإن الشركة القائمة على المستخدم تواجه منافسة شديدة، لأنها لا يوجد لديها من المعوقات الجوهرية ما يمنعها من الدخول إلى السوق والمنافسة لخلق القيمة، بغض النظر عن عدد المستخدمين التي تقوم بإضافتهم وذلك لأن المنافسة ستحدد قوة التسعير (وهوامش الربح). ومن مخاطر التقييم القائم على المستخدم أن المحللين ينبهرون في بعض الأحيان بالأرقام (عدد المستخدمين) ولا يتحقق ما إذا كان هؤلاء المستخدمين هم مستخدمين حصريين للشركة أم مشتركين مع شركات أخرى (يمكن أن يكون مستخدمي Uber أيضاً من مستخدمي تطبيق Lyft) وكيف أن وجود المزيد من المنافسين التقليديين لأعمال المستخدم يحد من قوة التسعير (لا تزال سيارات الأجرة والنقل الجماعي تتنافس في مجال خدمات النقل). ومن المؤثرات الأخرى، أن أوائل مطبقي الخدمة (أوائل المستخدمين) يمكن أن تكون لهم خصائص مختلفة جداً من حيث الولاء والاستخدام مقارنة بالمستخدمين اللاحقين، مما يشكل خطراً على عند استقرار بيانات المستخدم الحالي فقط.

لا تزال عملية تقييم المستخدمين والمشاركين في بداياتها لذا من الممكن ارتكاب الأخطاء قبل تطبيقها على نحو أفضل. ولكن بالرغم من إعادة صياغة طريقة التفكير حول تلك الشركات لا يمكننا التخلي عن القواعد المستخدمة في عملية التقييم التقليدية. فإن نمو تلك الشركات لا يخلو من المخاطر التي تؤدي إلى تقليل القيمة ومن الصعب زيادتها.

عملية التسعير

إذا اعتبرنا ممارسة التقييم الذاتي للمستخدمين بدائية -على الأقل في الوقت الحالي- فإن تسعير المستخدمين أكثر بدائية وانتشاراً. وفي العقد الماضي، تم تشكيل ورسملة الشركات القائمة على المستخدم وواجه المستثمرين في هذه الشركات المبتدئة مشكلة رئيسة في التسعير. ففي بداية دورة حياة هذه الشركات، تخسر المال ولا تكون لديها إيرادات من أي شكل أو حتى أصول مادية. وبالتالي، لا يمكنك استخدام مضااعفات الأرباح، ومضااعفات القيمة الدفترية أو حتى مضااعفات الإيرادات لتقييم هذه الشركات. لذا يحتاج المستثمرون في هذه الشركات إلى مقياس للتسعير أو يتعرضون لخطر الاستبعاد من المنافسة. يجب ألا نتفاجأ فيما بعد بأن العديد منهم اعتمد على أكبر عدد في هذه الشركات، ألا وهو عدد المستخدمين أو المشاركين، كأساس للتسعير.

من الناحية العملية، يترجم التركيز على المستخدمين إلى السعر لكل مستخدم، حيث يتم تقسيم "سعر" الشركة (تقييم المستثمر لثمن الشركة) على عدد المستخدمين المتوقعين فيها. إذا كان هذا السعر منخفضاً، تعتبر الشركة منخفضة الثمن وإذا كان السعر عالياً تعتبر الشركة باهظة الثمن. ويدرك أصحاب رؤوس الأموال خطر هذا الأسلوب، لأنه يفترض أن كافة المستخدمين على قدم المساواة، بينما في الواقع يجب أن تختلف القيمة لكل مستخدم اعتماداً على ولاء المستخدم ومدى الاستخدام ونموذج إيرادات الشركة. لذا يتقصى المستثمر الشركة للمعلومات التي تسمح له بإصدار الأحكام على خصائص هذا المستخدم قبل اتخاذ القرار النهائي. ولكن هناك البعض

من المستثمرين ممن تخلى عن مسؤوليته في التحقق من سعر وقيمة المستخدم لدى الشركات واعتمدوا فقط على الأعداد المقدمة.

وتزداد المشاكل سوءاً عند طرح هذه الشركات للعمامة في مرحلة مبكرة من دورة حياتها وذلك لسببين. الأول هو أن المستثمر العادي في الشركة المطروحة لا تتوفر لديه إمكانية استخراج معلومات عن مستخدمي الشركة مثلما يتمكن أصحاب رؤوس المال والمستثمرين الكبار، وبالتالي تكون قراراتهم غير واضحة عندما يتعلق الأمر بقيمة المستخدم. والسبب الثاني هو أن السيولة المضافة في السوق تجعل من عملية التسعير لعبة، حيث يفكر المستثمر الماهر في استخدام تدابير صارمة مثل وضع سعر لكل مستخدم لاتخاذ قرار بموعد شراء الأسهم بغض النظر عن حدود المقاييس لأنهم يخططون للبيع (بسعر أعلى) والمضي قدماً قبل أن تظهر تلك المقاييس بشكل أكثر وضوحاً.

أبحاث التسويق

لاقى تحول التركيز على المستخدمين والمشاركين والعملاء ترحيباً من باحثي التسويق والذين لطالما جادلوا بأن قيمة العميل أو المستخدم أو المشترك لم تتلق اهتمام كافي، سواء في الأوساط الأكاديمية أو من خلال الممارسة. وحتى أكون صريحاً، فقد ركزت العديد من أبحاث التسويق على العميل تركيزاً واضحاً ولكن لم تلقى القيمة نفس الاهتمام مما نتج عنها استنتاجات بديهية وغير مكتملة عن القيمة. كما أن العديد من الأبحاث كانت مجردة وتتطلب مدخلات حول خصائص العميل أو المستخدم التي لا يمكن ملاحظتها ونماذج باستنتاجات تبدو جيدة على الورق فقط ولكن لا يمكن تطبيقها على شركات فعلية في الوقت الحالي.

ومع ذلك توجد استثناءات، فقد كان Stuart و Lehmann و Gupta من أوائل من نظر في تقييم الشركات المتداولة علناً بشكل عملي، من خلال تقييم مشتركها

وعملائها³. بالرغم من أنهم قاموا بوضع افتراضات حول نسب استبقاء العملاء ومخصصات التكاليف وهيكل رأس المال للشركة والتي قد أثرت سلباً على التقييمات، إلا أن أطر العمل التي قدموها تعتبر نقطة انطلاق جيدة للتفكير حول العوامل المحركة لقيمة العملاء.

كما أجرى Peter Fader و Daniel McCarthy دراسة حول ديناميكيات المستخدم وقيمة العملاء في عدة أوراق علمية، بدءاً من الشركات القائمة على نظام الاشتراك ومن ثم امتدت بشكل عام إلى الشركات القائمة على العملاء⁴. وتضمنت كتاباتهم الأولية، المبادئ الأولى للقيمة الذاتية، أي تقييم الأصل كالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وشرعوا في وضع إطار لتقييم المشاركين من الأفراد بناءً على الإيرادات لكل مشترك، ودورة حياة العملاء والتدفقات النقدية⁵. وفي ركزت هذه العملية على معدل إنحسار العملاء، أي معدل تجديد المشاركين وتكاليف الاستحواذ على العملاء. وطبق McCarthy العملية لإصدار حكم واضح حول شركة Blue Apron، حيث قام باستخدام المعلومات المفصّل عنها علناً، واستنتج أن حوالي 70٪ من عملائها غادروا بعد ستة أشهر وأن السعر المتناول في السوق أعلى من السعر المعروض في الشركة. وقام لاحقاً كلا من McCarthy و Fader بتوسيع دائرة منهج البحث لتصل إلى الشركات القائمة على العملاء واستخدموها في تقييم شركات Wayfair و Overstock⁶.

³ Gupta, Sunil, Donald R. Lehmann & Jennifer Ames Stuart (عام 2004) تقييم العملاء في مجلة أبحاث التسويق – العدد (41) (فبراير) 7-18

⁴ McCarthy و Daniel و Fader و Peter و Bruce Hardie (2017) تقييم الشركات القائمة على نظام الاشتراك وذلك باستخدام بيانات العملاء المعلنّة- مجلة أبحاث التسويق – 81 (1) – 17-35

⁵ McCarthy و Daniel و Fader و Peter و Bruce Hardie (2017) تقييم الشركات القائمة على نظام الاشتراك وذلك باستخدام بيانات العملاء المعلنّة- مجلة أبحاث التسويق – 81 (1) – 17-35

⁶ (2018) قاموا بعمل تقييم الشركات القائمة على العملاء وذلك للمؤسسات غير التعاقدية المتداولة علناً. سيتم الإعلان) McCarthy, Daniel, Fader و Peter عنه قريباً على مجلة أبحاث التسويق

عملية تقييم المستخدمين والأعضاء والمشاركين

حتى يمكن تقييم أو تسعير المستخدم بشكل صحيح، يجب أن تبدأ بوضع إطار عمل للتقييم أو التسعير يعكس المبادئ الأولية. في حين أننا نحاول أن نطبق ذلك في هذا القسم، ستلاحظ أننا نستخدم معلومات غير معن عنها. وقد يبدو لك بأنه غير عملي ولكن اعتقد بأن تحديد المعلومات التي تحتاجها لتقييم المستخدم هي أول الخطوات نحو الإفصاح عن المعلومات بشكل أفضل في تلك الشركات.

التقييم الذاتي

استعرضنا القيمة الذاتية أكثر من مرة خلال هذا المقال نظراً لأهميتها فإن القيمة الذاتية لأصل ما هي دليل للتدفقات النقدية المتوقعة والنمو المتوقع لتلك التدفقات وكذلك المخاطر الموجودة بها. وخلال الأقسام الثلاث التالية، سنستخدم هذا المبدأ لوضع إطار عمل لتقييم كلا من المستخدمين الحاليين والجدد. وعلى وجه التحديد، سنقوم بتقييم الشركات القائمة على المستخدم من خلال ثلاث خطوات. نقيم في الخطوة الأولى المستخدم الحالي ونطبق ذلك على تقييم كافة المستخدمين الحاليين. ومن ثم نقدر القيمة المضافة للمستخدم الجديد وذلك عن طريق تحديد صافي تكلفة إضافة مستخدم جديد، ثم يتم تقييم كافة المستخدمين الجدد بالتزامن مع تقديرات عدد المستخدمين الجدد المتوقع إضافتهم في المستقبل. ونهني عملية التقييم من خلال تقدير قيمة أعباء الشركة، أي تلك النفقات التي لا يمكن الاستغناء عنها لاستمرارية الأعمال ولكن لا تتعلق بالمستخدمين وتحديد صافي تلك القيمة من قيمة المستخدم.

قيمة الشركة القائمة على المستخدم = قيمة المستخدمين الحاليين + قيمة المستخدمين الجدد - قيمة أعباء الشركة.

ويرجع السبب في فصل المستخدمين الجدد عن المستخدمين الحاليين هو السماح بإجراء تحليل أوضح لتكاليف الاستحواذ وقياس مدى نجاحها ليس من حيث زيادة عدد المستخدمين الإضافيين فقط، ولكن من حيث القيمة التي تم إنشاؤها.

قيمة المستخدمين الحاليين

إذا كانت شركتك من الشركات القائمة على المستخدم أو المشترك ولديك مستخدم حالي (أو مشترك)، فهذا المستخدم أو المشترك له قيمة لأنك تتوقع تدفقات نقدية من تفاعلاته معك. وتوجد بشكل عام ثلاث طرق (أو نماذج الإيرادات) يمكنك من خلالها توليد هذه التدفقات النقدية:

- **رسوم الاشتراك:** يدفع المستخدم أو المشترك رسوماً -عادةً ما تكون ثابتة- كل فترة لاستخدام خدمتك. يمكن أن تكون هذه الرسوم نفسها لكل مشترك أو متدرجة حسب مستويات الخدمة المختلفة، وتستمر عادة إلى أن يلغي المشترك الخدمة. تعتمد رسوم اشتراكات Adobe's Creative Cloud (تطبيقات البرامج السحابية الإبداعية) وMicrosoft's Office 365 وNetflix على نماذج الاشتراك.
- **الإعلانات:** في هذا النموذج لا يدفع المستخدم أي رسوم مقابل خدمة شركتك ولكن هناك شركات أخرى تجتذب قاعدة المستخدم (حجم القاعدة وتركيزها) من خلال محاولة بيع منتجاتها وخدماتها. تعتبر Facebook وTwitter وSnap وGoogle من الشركات القائمة على المستخدم التي تتولد إيراداتها من شركات الدعاية والإعلان.
- **التعاملات:** يقوم المستخدم أو المشترك بالتعامل مع الشركة أو من خلالها لتتمكن من توليد الأرباح. فعلى سبيل المثال، تسمح شركة Uber بتحميل تطبيقاتها مجاناً ولكن تتولد إيراداتها فقط عند استخدامك لهذا التطبيق لطلب خدمة سيارة أو التوصيل وتتقاسم الإيرادات من تلك المعاملة.

وهناك شركات تعتمد على أكثر من نموذج من هذه النماذج. تعتبر LinkedIn من الشركات التي تمتلك نموذج قائم على سداد الاشتراك بأقساط، وذلك بالنسبة للمستخدمين الذين يرغبون في استخدام شبكتها على نطاق واسع، وكذلك فهي تمتلك نمودجا مجاني، حيث يتولد من خلاله عائدات من الإعلانات. أما بالنسبة لشركة Amazon فليديها رسوم اشتراك سنوي تتقاضاها من أعضاء Prime، كما

تتولد إيرادات (والتكاليف المرتبطة بها) عندما يقوم الأعضاء بشراء المنتجات من بوابة Amazon الإلكترونية.

أياً كان نموذج الإيرادات التي تستخدمها، فإن قيمة المستخدم أو المشترك هي القيمة الحالية للتدفق النقدي المتوقع بعد خصم الضرائب والذي ستتمكن من تحصيلها من المستخدم أو المشترك خلال الفترة التي تتوقع بقاؤهم فيها. وستحتاج إلى المعلومات التالية لاشتقاق هذه القيمة:

1. **عمر المستخدم:** سواء كان المستخدمين من الأفراد أو الشركات، فإن الفترة العمرية للمستخدم دائماً محدودة. لذا في معظم الحالات، نقوم باستخدام فترة عمرية أقصر بكثير من العمر المتبقي للمستخدم، لأن التقنية الخاصة يكون لها حياة محدودة أو قد تتغير تفضيلات المستخدم للعلامة التجارية بمرور الزمن. وبوجه عام، كلما ارتبطت الخدمة أو المنتج بتقنية محددة، كلما كانت الفترة العمرية للمستخدم أقصر.

2. **معدل تجديد اشتراك المستخدم:** إذا قام المستخدم بتجديد بمعدل 100٪ من زمن الاشتراك، فسيظل مستخدم طوال الفترة العمرية بالكامل، ويمكنك الاعتماد على التدفقات النقدية منه كل عام خلال هذه الفترة. وإذا كان معدل التجديد أقل من 100٪، فإن التدفقات النقدية المتوقعة في السنوات المقبلة يجب أن تعكس احتمالات بقاء هذا العميل في الخدمة. فعلى سبيل المثال، إذا كان معدل التجديد السنوي بواقع 90٪، فإن نسبة احتمال تواجد العملاء للسنة الثامنة من مدة الاشتراك الكاملة (١٥ سنة) تبلغ 43٪ فقط (معدل البقاء في الخدمة حتى السنة العاشرة = 0.9^8). وفي الواقع، إذا وجدت بيانات كافية، يمكن تقدير معدلات التجديد لكل سنة على كافة قاعدة العملاء، وحيث أن من الممكن والمرجح أن تتغير معدلات التجديد مع مرور الوقت، فهي تنخفض في السنوات الأولى ومن ثم ترتفع في السنوات الأخيرة. ومن الجدير بالذكر أنه يصعب تعميم معدلات التجديد، حتى وإن كان مصدرها الشركات نفسها، لأن بعض المشتركين

يمكن أن يلغي ويجدد عدة مرات خلال فترة ما. وأخيراً، فإن أهمية معدلات التجديد في القيمة أكبر بكثير بالنسبة للشركات القائمة على الاشتراك، حيث يؤدي عدم التجديد إلى خسارة الدخل، مقارنة بالشركات القائمة على التعاملات، حيث تحصل على القيمة من المستخدم فقط في حالة حدوث المعاملة. وإذا توقفت تعاملات المستخدمين والأعضاء أو كانت بمعدل أقل تظهر الإيرادات والتدفقات النقدية من المستخدم على نحو أقل. وعليه تؤثر افتراضات معدل التجديد أكثر بكثير في تقييمنا لشركة Netflix مما كانت عليه في تقييم شركة Uber، ومع شركة Amazon Prime فهي تتخذ مكاناً وسطاً بين الشركتين.

3. التدفق النقدي من المستخدم (الحالي): إن التدفق النقدي الحالي من كل مستخدم لا تقتصر على الإيرادات التي تتوقع تحقيقها من ذلك المستخدم ولكن يجب حساب صافي الدخل مقابل تكلفة الخدمة لهذا المستخدم. فإذا كانت شركة Netflix تحقق 120 دولار لكل مشترك في السنة وتنفق 30 دولار مقابل تقديم خدمات مباشرة إلى المشترك، فإن التدفقات النقدية الأساسية في السنة للشركة ستكون 90 دولار لكل مشترك وذلك قبل الضرائب وقد تصل إلى 72 دولار فقط لكل مشترك في حالة خصم الضرائب بمعدل 20%. وبالنسبة للشركة القائمة على الإعلانات، يعتبر الرقم غير واضح ولكن يمكن تقسيم إجمالي إيرادات الإعلانات من أقرب فترة على عدد مستخدمي خدمة الشركة خلال الفترة التي قد تكون نقطة بدء معقولة للإيرادات ولكن تحتاج إلى حساب صافي الدخل وطرح التكلفة.

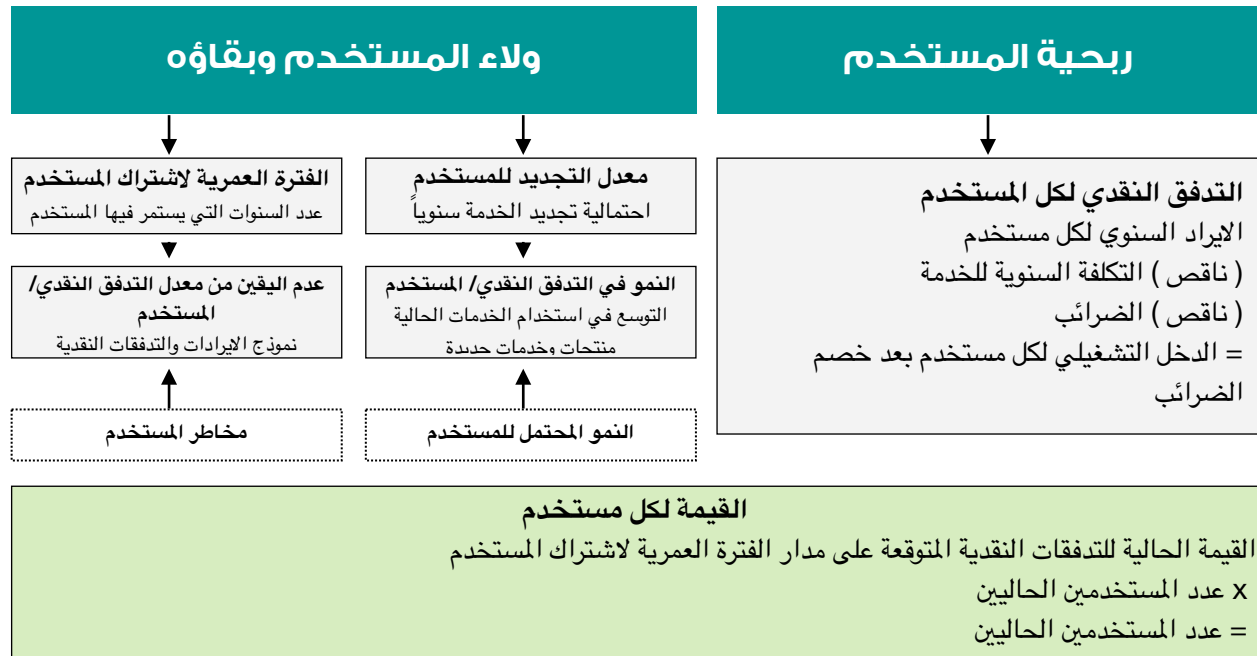
4. النمو وفقاً للتدفقات النقدية من المستخدم: بمجرد الحصول على مستخدم يمكن بيع منتجات وخدمات أخرى لهذا المستخدم في المستقبل مما يؤدي إلى نمو في الإيرادات لكل مستخدم، وإذا كانت تكاليف الخدمة ثابتة، فستنمو الأرباح التشغيلية لكل مستخدم بشكل أسرع. ويعتمد هذا النمو على نموذج الأعمال المطبق. بالنسبة لشركة Netflix والتي لديها

نموذج قائم على الاشتراك الشهري، فإنها تواجه قيود في إمكانية رفع سعر الاشتراك. أما Amazon Prime فليها احتمالات أكبر للنمو، حيث يمكن استهداف عضو Prime بمنتجات وخدمات جديدة. ومن إحدى معدلات النمو الزائدة لشركة Amazon هو استحواذها على شركة Whole Foods في عام 2017، فيصبح بإمكانها الآن أن تقدم وجبات جاهزة لأعضائها كمنتج إضافي.

5. **المخاطر في التدفقات النقدية:** بما أن مخاطر خسارة المستخدم متواجدة في التدفقات النقدية المتوقعة، فإن المخاطر الرئيسية تأتي من الاختلافات في معدلات التجديد على مر الزمن وكذلك من معدل التدفقات النقدية التي يمكنك تحقيقها من كل مستخدم. ونشير مرة أخرى إلى أن نموذج الإيرادات المعتمدة على الاشتراكات يتوقع أن تدر دخلاً أكثر من النماذج القائمة على المعاملات وأن معدلات الخصم التي تستخدمها لتقييم التدفقات النقدية يجب أن تعكس التباين في المخاطرة.

يوضح الشكل (١) كافة المتغيرات في الرسم أدناه

الشكل (١): تقييم المستخدمين الحاليين



وعند النظر إلى المعلومات التي ستحتاجها لاشتقاق هذه القيمة، ستلاحظ أن المعلومات المفصّل عنها للشركات القائمة على المستخدم غير كافية. في حين أننا سنحاول معالجة الأمر خلال عملية تقييم المستخدم في المثال الوارد في نهاية هذا القسم، إلا أننا نعتقد أن عملية التقييم يجب أن تشمل معلومات كاملة عن مستخدم الشركة.

قيمة المستخدمين الجدد

إذا كانت شركتك من الشركات القائمة على المستخدم، فإن قيمة الشركة لا تأتي فقط من المستخدمين الحاليين ولكن من المستخدمين الجدد الذين ترغب في اكتسابهم في المستقبل. وتتأثر قيمة المستخدم الجديد بنفس المتغيرات التي تؤثر على قيمة المستخدم الحالي (التدفق النقدي للمستخدم ومعدل النمو والمخاطر) ولكن هناك مؤثران إضافيان وهما:

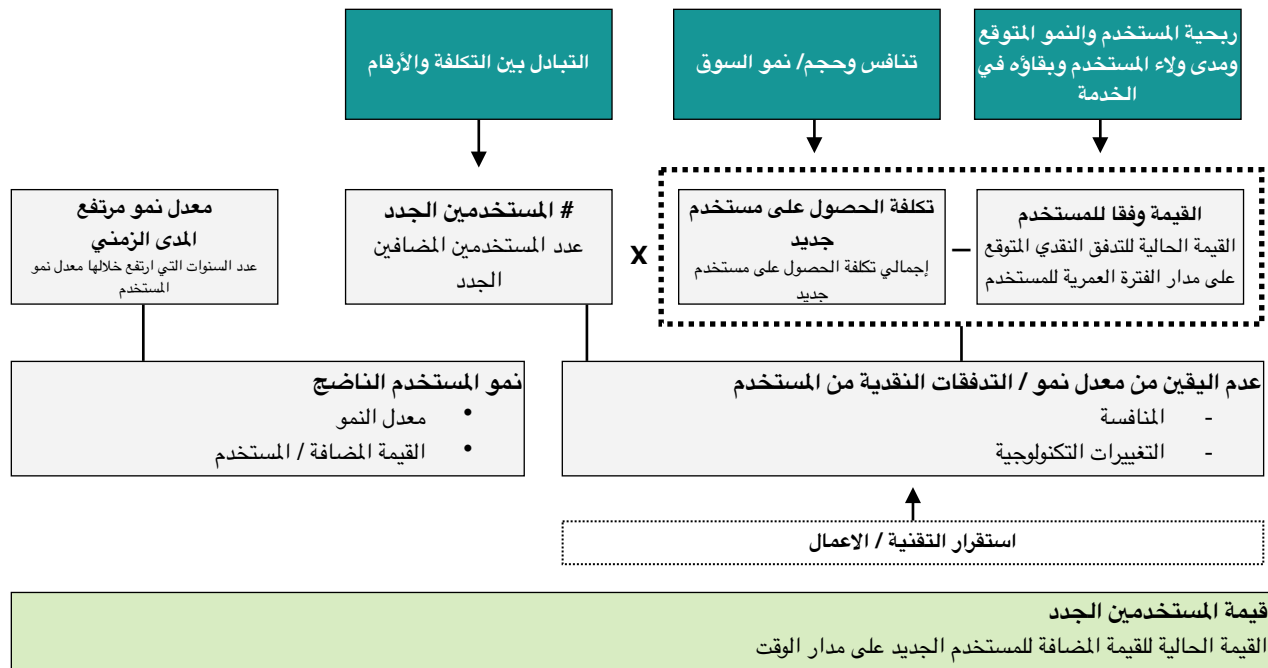
- **تكلفة إضافة مستخدم جديد:** عملية إضافة مستخدم جديد قد تكون مكلفة ويجب احتساب هذه التكلفة بالصافي مقابل القيمة المحققة. وعليه فإنه إذا كانت قيمة المستخدم الحالي 120 دولار وتكلفة الحصول على مستخدم جديد 50 دولار، فإن قيمة المستخدم الجديد تبلغ 70 دولار ويجب تعديلها عند الحصول على هذا المستخدم. ويعتبر الحصول على المستخدم في السنة الأولى أكثر نفعاً من الحصول عليه في السنة الخامسة.

- **المخاطر:** هناك مخاطر إضافية في الشركات التي تستمد اجمالي قيمتها من المستخدمين الجدد المتوقع اضافتهم في السنوات المقبلة، حيث أن العدد المتوقع من المستخدمين الجدد يعتبر تقديري والعوامل الأخرى (التقنية والمنافسة وغيرها) يمكن أن تؤدي إلى كمية ونوعية مختلفة من المستخدمين. وبما أن بعض هذه المخاطر ثابتة ومحددة ومن ثم فهي قابلة للتغيير وربما لا تقوم بتعديل معدلات الخصم مقابل المخاطر ولكن أي عوامل

من الاقتصاد الكلي تتسبب في تغيير أعداد المستخدمين الجدد والتي قد تؤثر على القيمة.

وكما هو الحال بالنسبة لقيمة المستخدم الحالي، فيمكنك الحصول على العوامل المحركة لقيمة المستخدم الجديد من خلال الرسم الوارد أدناه (الشكل ٢)

الشكل (٢): قيمة المستخدم الجديد



ويتحكم في قيمة المستخدمين الجدد في هذا النموذج ثلاثة عوامل وهي، قيمة المستخدم الحالي وتكلفة إضافة مستخدم جديد وعدد المستخدمين المضافين الجدد. بينما من السهل اعتبار كافة العوامل الأخرى ثابتة وإظهار زيادة قيمة المستخدمين الجدد عند زيادة قيمة المشترك الحالي أو نتائج تخفيض تكلفة الحصول على مستخدم جديد أو زيادة عدد المستخدمين، تواجه الشركات القائمة على المستخدم العديد من المبادلات على مستوى تلك المتغيرات. فإن تخفيض تكلفة المستخدم الجديد قد يصاحبه معدل نمو منخفض للمستخدمين مما يؤدي إلى تأثير غير مؤكد.

وسنتناول هذا الموضوع لاحقاً عندما نقوم باستعراض محركات القيمة في النماذج القائمة على المستخدم.

أعباء الشركات

يوجد مكون نهائي واحد يجب اضافته في تقييم الشركات القائمة على المستخدم حتى يكون التقييم مكتملاً. وهي التكاليف التي لا تتعلق مباشرة بالمستخدمين والتي يجب اخذها في الاعتبار عند اجراء التقييم. هذه التكاليف تشمل الكثير من بنود التكاليف العامة والإدارية (G& A) الشائعة التي تراها في معظم الشركات، كما يمكن إدراج التكاليف التشغيلية التي تتعلق مباشرة بالمستخدمين. هذا ويجب تقييم تلك التكاليف وإخضاعها للتقييم النهائي لتعكس القيمة الفعلية للشركة. وفي السياق نفسه، عند تقييم الشركات القائمة على المستخدم، يوجد العديد من النفقات التي لا تتعلق سواء بتقديم الخدمة إلى المستخدمين الحاليين أو ترتبط مباشرة بالحصول على مستخدمين جدد حيث يجب دمجها في التقييم. ويمكن أن نأخذ شركة Netflix كمثال حيث تكون تكلفة خدمة المشترك الحالي قليلة وتحقق ما يقارب 100 دولار في الإيرادات السنوية. أنفقت الشركة أكثر من 9 مليار دولار في 2017 على عملية الحصول على محتوى جديد وإعداده ويعتبر هذا المحتوى سبباً للحفاظ على المشتركين الحاليين وجذب مشتركين جدد. وفي نفس الوقت، من المستحيل تحديد أياً من تلك النفقات تم صرفها على العملاء الحاليين وأياً منها صرفت لنمو قاعدة المشتركين. ونتيجة لذلك يمكن تجاهل هذه التكلفة عند تقييم المستخدمين الحاليين والجدد في شركة Netflix ولكن لا يمكنك تجاهلها إذا كنت تعترزم على الاستثمار في الشركة.

حتى يمكن تقييم التكاليف غير المرتبطة بالمستخدم أو أعباء الشركة، يجب علينا أن نحدد أولاً مبلغ التكاليف الحالية التي تدرج ضمن هذه الفئة. والطريقة الوحيدة للتأكد من أن التقييم لم يغفل عن أجزاء كبيرة من التكاليف هو الحساب العكسي

بداية من إجمالي التكاليف. وهكذا، تصبح كافة التكاليف التي لم تقوم بتخصيصها إلى المستخدمين الحاليين والجدد في النموذج ستكون ضمن فئة أعباء الشركة. ولتوضيح الأمر، افترض أنك تقوم بتقييم المستخدمين في شركة تمتلك 10 مليون مستخدم حالي بعد أن كانت 8 ملايين في السنة الماضية. ولنفترض أنك قدرت تكلفة 25 دولار لكل سنة مقابل خدمة المستخدمين الحاليين و 100 دولار للحصول على مستخدم حالي. وأخيراً لنفترض أن إجمالي النفقات التشغيلية للشركة هي 750 مليون دولار في السنوات الأخيرة. بناء على المعلومات السابقة يمكن تقدير أعباء الشركة كما يلي:

- تكلفة خدمة المستخدمين الحاليين = 25 دولار * 9 مليون = 225 مليون دولار (باستخدام مبلغ 8 مليون في بداية السنة كنقطة المنتصف ومبلغ 10 مليون الذي انتهت به السنة)
- تكلفة إضافة مستخدمين جدد = 100 دولار * 2 مليون = 200 مليون دولار
- إجمالي تكاليف الشركة عن الفترة = 750 مليون دولار
- أعباء الشركة = 750 دولار - 225 دولار - 200 دولار = 325 مليون دولار

بمجرد تقدير أعباء الشركة، فإن تقييمها يتطلب وضع افتراضين آخرين. الافتراض الأول هو معدل النمو المتوقع لهذه التكلفة ويعتمد هذا المعدل على كيفية ارتباط التكلفة بقاعدة المستخدم. وبوجه عام سيكون هناك وفورات الحجم من شأنها أن تتسبب في نمو هذه النفقات بمعدل أقل - وذلك في الشركات القوية - من معدل النمو في الإيرادات من المستخدمين الحاليين والجدد. الافتراض الثاني هو عدم اليقين بشأن هذه التكاليف، والتي تعتمد على نوع وهيكل التكلفة. فعلى سبيل المثال، شركة Netflix تقوم بالتعاقد لمدة طويلة مع استوديوهات إنتاج الأفلام، حيث يتم تحديد تكاليفها في السنوات المقبلة بشكل تعاقدى، مما يجعلها أكثر وضوحاً وأكبر عبأً على القيمة. ويوضح الشكل (3): تأثير أعباء الشركة على القيمة.

الشكل 3 : نفقات الشركة

تكاليف استمرارية معدل النمو	النمو في النفقات وفورات الحجم	النفقات بعد خصم الضريبة نفقات الشركة (مستبعدا منها) الضريبة	أعباء نفقات الشركة القيمة الحالية لنفقات الشركة على مدار الوقت
عدم اليقين من النفقات - نوع النفقات - الضمانات التعاقدية			

هناك آثار مثيرة للاهتمام تأتي من مكونات القيمة. فعلى سبيل المثال، هناك تكاليف وفوائد مرتبطة بوجود تكاليف ثابتة لأعباء الشركة والتي تكون جزء كبير من إجمالي النفقات. يمكن للشركات الاستفادة من هذا النمو نظرا لأنه سيكون بمثابة دفعة أكبر للأرباح، ولكن الأمر نفسه ينطبق على الجانب السلبي. إذا بدأ معدل إنفاق المستخدمين في الانخفاض أو بدأ عدد المستخدمين الجدد في الانحدار فإن التكاليف الثابتة العالية في هذه الشركات يمكن أن تتسبب في انهيارها ووضع بقاؤها في السوق على المحك.



UBER

التطبيق 1:

التقييم القائم على الركاب في شركة Uber
في يونيو ٢٠١٧

التطبيق (١): تقييم ركاب شركة Uber في يونيو 2017

في عام 2017، نجحت شركة Uber -إحدى شركات مشاركة وسائل النقل الإلكترونية- في تعطيل أعمال خدمات النقل في جميع أنحاء العالم. مع وجود 40 مليون راكب لكل مستخدم في أكثر من 180 دولة فقد بلغت إجمالي فواتير شركة Uber ٢٠ مليار دولار في الأشهر الاثني عشر التي سبقت يونيو 2017، والتي تحولت إلى إيرادات بقيمة 6.5 مليار دولار خلال تلك الفترة. ويعتمد نموذج أعمالها على ربط السائقين مع مستخدمي خدمة Uber الذين يحتاجون إلى خدمة السيارات والاحتفاظ بحصة (20% في عام 2017) من إجمالي سعر الرحلة. ومع ذلك، فإن الشركة لا تزال تواجه تحديات متعددة، البعض منها داخلياً، والآخر من قوى خارجية. أولاً، أن نموذج أعمالها لم يكن مربحاً، مع أنها حققت نجاحاً في نمو الركاب والإيرادات، إلا أن الشركة أعلنت عن خسارة قدرها 2.8 مليار دولار في عام 2017. ثانياً، أن الشركة تخوض معارك ضد المنظمين والمحاكم في العديد من المدن على عدة جبهات، مما ينشأ تكاليف غير قانونية وعدم اليقين بشأن العائدات والأرباح في المستقبل. ثالثاً، شهد مجلس إدارة الشركة والإدارة العليا حالة من الاضطراب، مع غياب الرئيس التنفيذي ترافيس كالانيك نظراً لحصوله على إجازة (بشكل إجباري). وسنقوم بتقييم شركة Uber أولاً باستخدام نموذج التقييم المجمع، ومن ثم تقييم مستخدميها.

طريقة عمل شركة Uber

قبل أن نقدر قيمة Uber، من المهم أن نطلع على نموذج العمل الخاص بها وإدراك كيفية تجني المال (أو على الأقل الخطط الموضوعية لكسب المال). وعلى الرغم من خطتها المتكلفة، فإن شركة Uber في يونيو 2017، تظل في مقامها الأول شركة لخدمة النقل الإلكتروني حيث تربط بين المستخدمين والسائقين وتتطلب في نهاية الرحلة بجزء من سعرها في المقابل.



الشكل (٤): طريقة أعمال شركة Uber

ببساطة تبني Uber نموذج أعمالها بأن تكون الوسيط بين الراكب والسائق مع الاحتفاظ بحصة من سعر الرحلة لتغطية النفقات الأخرى ذات الصلة بتنفيذ العمل.

التقييم المجمع

بالرغم من كبر حجم ملف الشركة، لا تزال Uber شركة ناشئة، وتماشياً مع الرأي الوارد في الفصل التاسع، فإن قيمة الشركة يجب أن تُبنى على قصة. وحتى يتم تقييم Uber في شهر يونيو 2017، قمنا بإنشاء التقييم بناء على السيناريو التالي:

- **ستنمو الشركة على المستوى العالمي وعلى مستوى الأعمال اللوجستية:** ستستمر الشركة من تنمية إيراداتها، حيث قامت بتوسيع نشاطها من مجرد خدمة توفير السيارات إلى أعمال توصيل ونقل لتجذب مستخدمين جدد كما توسع خدماتها حول العالم. ونرى نمو إجمالي

الفواتير لتصل إلى 215 مليار دولار خلال عشر سنوات بما يمثل حصة سوقية تبلغ 40% من سوقها المتسع.

- **زيادة المنافسة:** وحيث أنها تشهد نمواً، ستشعر بضغوط من منافسيها الذين يحاولون توظيف مقدمي الخدمة لديها مما ينجم عنه انخفاض الفواتير الاجمالية بمعدل يصل إلى 15% خلال 10 سنوات مما يؤدي إلى 32.2 مليار دولار في السنة العاشرة.

- **التحسن التدريجي في الهوامش التشغيلية:** ستصبح الهوامش التشغيلية للشركة إيجابية حيث تنطلق وفورات الحجم منذ حوالي خمس سنوات. ومع ذلك فإن التكاليف التنافسية والتنظيمية ستؤدي إلى تحقيق الهامش التشغيلي المستهدف بمعدل 20% بحلول السنة العاشرة. (سيبلغ الدخل التشغيلي بعد خصم الضرائب بمعدل 30% في السنة العاشرة 4.514 مليار دولار)

- **زيادة كثافة رأس المال:** سيصبح نموذج أعمال الشركة، والذي يعتمد على رأس مال قليل لأن Uber لا تشتري أو تمتلك السيارات، أكبر حجماً حيث ستزداد كثافة رأس المال من الاستثمار في السيارات الكهربائية والبنية الأساسية للمنافسة مع Google والمشغلين الآخرين في مجال القيادة الذاتية للسيارات. ونفترض بأن كل دولار يتم استثماره في العمل سيتحقق عنه 3 دولار في الإيرادات مما يؤدي إلى إعادة استثمار كبير ما بين 2017-2020، في حين نمو الشركة.

- **المخاطر الجوهرية:** تظل Uber شركة ذات مخاطر وسنمنحها تكلفة رأسمالية تبلغ 10% والتي تمثل 75% من كافة الشركات التجارية المتداولة في الولايات المتحدة. وحيث أن بدأت ملامح مخاطر الشركة في التحسن نظراً لنمو الإيرادات و معدل الرفع التشغيلي، ونتوقع انخفاض التكلفة الرأسمالية إلى 8%. وحيث أن الشركة تخسر الأموال وتعتمد على

رأس مال خارجي لتستمر خلال الخمس سنوات المقبلة من التدفقات النقدية السلبية، فسنفترض وجود نسبة 5% للفشل.

وفيما يلي عملية التقييم الناتجة في الشكل (٥) :

شركة Uber شركة لوجستيات عالمية لديها مشاكل سلوكية (يونيو 2017)						
القصة						
شركة Uber شركة لوجستيات ضاعفت حجم السوق من خلال جذب مستخدمين جدد وتمتع بفوائد تواصل عالمية ضعيفة في الوقت الذي تلاحظ فيه انخفاض إيراداتها (85/15)، وارتفاع التكاليف (مع وجود سائقين كموظفين بشكل جزئي) وانخفاض كثافة رأس المال بالإضافة إلى المشاكل اللامنهجية في الشركة مع تشابكها القانوني مع شركة Waymo التابعة لـ Google والاتهام بالتغاضي عن التحرش الجنسي كل هذا من شأنه أن يبطل من تقدم الشركة في المدى القريب ولكن لن يضرها بما يكفي لتغيير قصتها بشكل كبير.						
الافتراضات						
العلاقة بالقصة	بعد 10 سنين	السنوات 6-10	السنوات 1-5	سنة الأساس		
التوصيل والنقل + تقاسم الركوب	نمو 1.5% في السنة	نمو 10.39% في السنة		\$200.000	السوق الكلي	
لاعب كبير	40%	40% > 10%		10.00%	إجمالي حصة السوق	
انخفاض حصة العائد	15.00%	15% > 20%		20.00%	حصة الإيرادات	
استمرار ضغوط التكلفة	20.00%	20% > 43.08%		43.08%	هامش التشغيل	
المزيد من نموذج إعادة الاستثمار	معدل إعادة الاستثمار = 7.5%	نسبة المبيعات إلى رأس المال 3.00		NA	إعادة الاستثمار	
تمثل 70% من شركات الولايات المتحدة	8.00%	8.00% > 10%		10.00%	NA	تكلفة رأس المال
النقد المتوفر + الوصول لرأس المال	نسبة الفشل 5% إذا أدى انهيار الاسعار إلى انقطاع رأس المال					
التدفقات النقدية						
التدفق النقدي الحر للشركة	إعادة الاستثمار	الإيرادات قبل الفائدة والضرائب	الإيرادات (١٥) من إجمالي	حصة السوق	السوق الكلي	
(\$2,880)	\$775	(\$2,105)	\$8,826	13.00%	\$220,780	1
(\$2,811)	\$828	(\$1,983)	\$11,309	16.00%	\$243,719	2
(\$2,438)	\$874	(\$1,564)	\$13,930	19.00%	\$269,041	3
(\$1,731)	\$911	(\$820)	\$16,661	22.00%	\$296,995	4
(\$665)	\$935	\$270	\$19,466	25.00%	\$327,853	5
\$772	\$943	\$1,715	\$22,294	28.00%	\$361,917	6
\$2,583	\$929	\$3,511	\$25,080	31.00%	\$399,520	7
\$2,997	\$887	\$3,884	\$27,741	34.00%	\$441,030	8
\$3,414	\$811	\$4,224	\$30,173	37.00%	\$486,853	9
\$3,823	\$691	\$4,514	\$32,246	40.00%	\$537,437	10
\$4,125	\$484	\$4,609	\$32,923	40.00%	\$548,723	السنة النهائية
القيمة						
			\$69,920	القيمة النهائية		
			\$28,479	القيمة الحالية (القيمة النهائية)		

	(\$2,103)	القيمة الحالية (التدفقات النقدية للسنوات العشر القادمة)
	\$26,376	= قيمة الأصول التشغيلية
	%5	احتمالية الفشل
	\$ -	القيمة في حال الفشل
	\$25,057	القيمة المعدلة للأصول التشغيلية
	\$5,000	النقد المتوفر +
	\$6,000	النقد المتوفر +
آخر تسعير يبلغ أكثر من ٧٠ مليار دولار	\$36,057	قيمة كافة الأصول

قيمة شركة Uber استناداً إلى القصة هي 36 مليار دولار أمريكي. مع العلم أن الأصول العاملة تبلغ قيمتها 25 مليار دولار أمريكي، فضلاً عن 11 مليار إضافية تنشأ من مجالين من مجالات الاستثمار الأخرى: سهم من Didi Chuxing، وهي شركة صينية من شركات مشاركة الرحلة التي تبلغ قيمتها 6 مليارات دولار أمريكي، و 5 مليار دولار أمريكي نقداً من رأس المال المحقق في الفترة الأخيرة.

التقييم القائم على المستخدم

التراجع الذي وجدناه عند إجراء التقييم المجمع لشركة Uber نظراً لأن الشركة قائمة على المستخدم وأن تقييمها على أساس مجمع كان مفتقراً لهذا الربط مقابل القيمة. وبالتالي، قمنا بإعادة تقييم الشركة باستخدام إطار تقييم المستخدم الذي تم وضعه سابقاً في هذا الفصل.

تحليل البيانات المالية

شركة Uber هي شركة خاصة، لذا تكون معظم بياناتها المالية مسربة. لذلك أصبح تقدير مدى نفقات الشركة ولأي غرض تتم هذه النفقات تحدياً خاصاً. بدءاً من المعلومات الإجمالية التي توفرت عن الفواتير الإجمالية (20 مليار دولار أمريكي في الـ 12 شهراً الأخيرة)، و6.5 مليار دولار في الإيرادات و 2.8 مليار دولار في الخسائر التشغيلية وعدد المستخدمين

(40 مليون في وقت التقييم، بزيادة 16 مليون مستخدم عن السنة السابقة) وحاولنا أن نستنتج الأرقام التي نحتاجها لتقييم المستخدمين في الشكل (٦) مع أن العملية تبدو صعبة، فقد بدأنا بإجمالي مصروفات التشغيل البالغة 9.3 مليار دولار (التي تم الحصول عليها عن طريق إضافة الخسائر التشغيلية إلى الإيرادات) واستخدام المعلومات المسربة عن هامش المساهمة (10.10% من الإيرادات في الأسواق الحالية) لتقدير حجم النفقات التي صرفت لخدمة المستخدمين الحاليين (والتي تصل إلى 48 مليار دولار أمريكي). بعد تقدير أعباء الشركة البالغة 1 مليار دولار، فنفترض أن التكاليف المتبقية (3,82 مليار دولار) صُرفت للحصول على مستخدمين جدد (16 مليون خلال السنة) ليصبح تقدير التكلفة لكل مستخدم جديد 238,75 دولار.

الرجوع إلى النفقات التشغيلية	
صافي الإيرادات	6,500 دولار
(ناقصاً) الأرباح/الخسائر التشغيلية	(2,800) دولار
النفقات التشغيلية	9,300 دولار

إحصائيات Bloomberg (عام 2016)		
	2015	2016
إجمالي الفاتورة	10,840.00 دولار	20,000 دولار
صافي الإيرادات	2,500.00 دولار	6,500 دولار
الخسائر التشغيلية	(1,500.00)	(2,800) دولار

أرقام ٢٠١٦

إحصائيات المستخدم الجديد	
الزيادة في المستخدمين (2016)	16
نفقات الحصول على مستخدم جديد	3,820 دولار
تكلفة إضافة مستخدم جديد	238.75 دولار

إحصائيات المستخدم الحالي		
	2015	2016
عدد المستخدمين	24	40
إجمالي الفاتورة/المستخدم	451,67 دولار	500 دولار
حصة Uber من الفواتير	23.06%	32.50%
صافي الإيرادات / المستخدم	104,17 دولار	162,50 دولار
هامش المساهمة		10.10%
النفقات / المستخدم التشغيلية		112.00
النفقات التشغيلية كنسبة مئوية % من الإيرادات		68.92%

أرقام ٢٠١٦

النفقات / المستخدم التشغيلية
x المستخدمين في 2016النفقات التشغيلية للحصول على
مستخدمين جدد في 2016

توزيع النفقات التشغيلية		
مستخدمي الخدمة الحاليين	4,480 دولار	48.17%
نفقات الشركات	1000	10.75%
الحصول على مستخدمين جدد	3,820 دولار	41.08%

قيمة المستخدمين الحاليين

لتقييم المستخدمين الحاليين، بدأنا بالإيرادات الجارية (التي تسمح لنا بتقدير إجمالي الفواتير لكل مستخدم) ثم نفترض أن حصة Uber من هذه الفواتير الإجمالية ستخفض مع مرور الوقت من 20% إلى 15%. بالإضافة إلى افتراض أن المستخدمين الحاليين يزيد استخدامهم للنظام، هذا وقد افترضنا معدل نمو سنوي قدره 12% في الفاتورة الإجمالية، إلى جانب معدل تجديد يبلغ 95%، حيث أن القليل من المستخدمين ينسحبون من نظام Uber⁷. في النهاية وضعنا فرضاً بأن 80% من التكاليف الحالية لخدمة المستخدمين تعتبر متغيرة وتنمو بنفس المعدل كإيرادات والـ 20% المتبقية من التكاليف ثابتة وتنمو بواقع 5% في السنة. وفيما يلي القيمة الناتجة لكل مستخدم في الشكل (٧).

وبناء على افتراضاتنا، فإن قيمة المستخدم الحالي في Uber هي 449,17 دولار، والتي عند ضربها في 40 مليون مستخدم، نتج عنها القيمة الإجمالية بمبلغ 17,967 مليون دولار.

⁷ بما أن شركة Uber شركة خاصة لا تفصح عن معلوماتها علناً، لا يمكننا التوسع في تطبيق طرق متقدمة في حساب معدلات تجديد المستخدمين. وكما ذكرنا سابقاً لا يهمنا ذلك الرقم هنا لأن يمكن معرفة ذلك عن طريق حساب الإيراد لكل مستخدم بقسمة الإيرادات المجمعة على إجمالي المستخدمين، فإذا كانت نسبة الإيراد لكل مستخدم منخفضة فهذا يعني أن الكثير من المستخدمين لا يستخدمون الخدمة.

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	سنة الأساس		
0.4633	0.4877	0.5133	0.5404	0.5688	0.5987	0.6302	0.6634	0.6983	0.7351	0.7738	0.8145	0.8574	0.9025	0.9500	1.0000	احتمالية البقاء	
\$2,736.78	\$2,443.56	\$2,181.75	\$1,947.99	\$1,739.27	\$1,552.92	\$1,386.54	\$1,237.98	\$1,105.34	\$986.91	\$881.17	\$786.76	\$702.46	\$627.20	\$560.00	\$500.00	الفواتير الاجمالية	
\$547.36	\$488.71	\$436.35	\$389.60	\$347.85	\$310.58	\$277.31	\$247.60	\$221.07	\$197.38	\$176.23	\$157.35	\$140.94	\$125.44	112.00	\$100.00	صافي الإيرادات	
\$210.93	\$188.33	\$168.15	\$150.14	\$134.05	\$119.69	\$106.86	\$95.41	\$85.19	\$76.06	\$67.91	\$60.64	\$54.14	\$48.34	43.16	\$38.54	النفقات التشغيلية المتغيرة	
\$20.03	\$19.07	\$18.17	\$17.30	\$16.48	\$15.69	\$14.95	\$14.23	\$13.56	\$12.91	\$12.30	\$11.71	\$11.15	\$10.62	10.12	\$9.63	النفقات التشغيلية الثابتة	
\$316.40	\$281.31	\$250.03	\$222.16	\$197.33	\$175.21	\$155.50	\$137.95	\$122.32	\$108.41	\$96.02	\$85.00	\$75.20	\$66.48	58.72	\$51.83	الربح التشغيلي / المستخدم	
\$221.48	\$196.91	\$175.02	\$155.51	\$138.13	\$122.64	\$108.85	\$96.56	\$85.62	\$75.89	\$67.22	\$59.50	\$52.64	\$46.54	41.11	\$36.28	الربح التشغيلي / المستخدم بعد خصم الضريبة	
\$53.02	\$51.85	\$50.70	\$49.55	\$48.41	\$47.28	\$46.16	\$45.05	\$43.94	\$42.84	\$41.74	\$40.64	\$39.55	\$38.46	37.37		أرباح متغيرة بعد خصم ضريبة الربح التشغيلي	
\$24.56	\$25.29	\$26.03	\$26.78	\$27.54	\$28.31	\$29.09	\$29.89	\$30.68	\$31.49	\$32.30	\$33.10	\$33.91	\$34.71	35.50		معدل البقاء المعدل للأرباح المتغيرة	
																معدل النمو السنوي (الإيرادات)	
																12.00%	مخاطر معدل الخصم
																10%	مخاطر معدل الخصم
																15.00	الفترة العمرية للمستخدم =
																46.33%	احتمالية البقاء على مدار الفترة العمرية =
																\$449.17	القيمة لكل مستخدم حالي
																40.00	عدد المستخدمين الحاليين
																\$17,966.80	قيمة المستخدمين الحاليين

الفترة العمرية للمستخدم من المفترض أن تكون 15 سنة مع احتمالية التجديد السنوي بواقع 95%

معدل النمو في النفقات التشغيلية
فرضاً أن 80% من النفقات التشغيلية متغيرة تنمو بمعدل نمو الإيرادات. والنسبة المتبقية تعتبر ثابتة تنمو بواقع 4% في

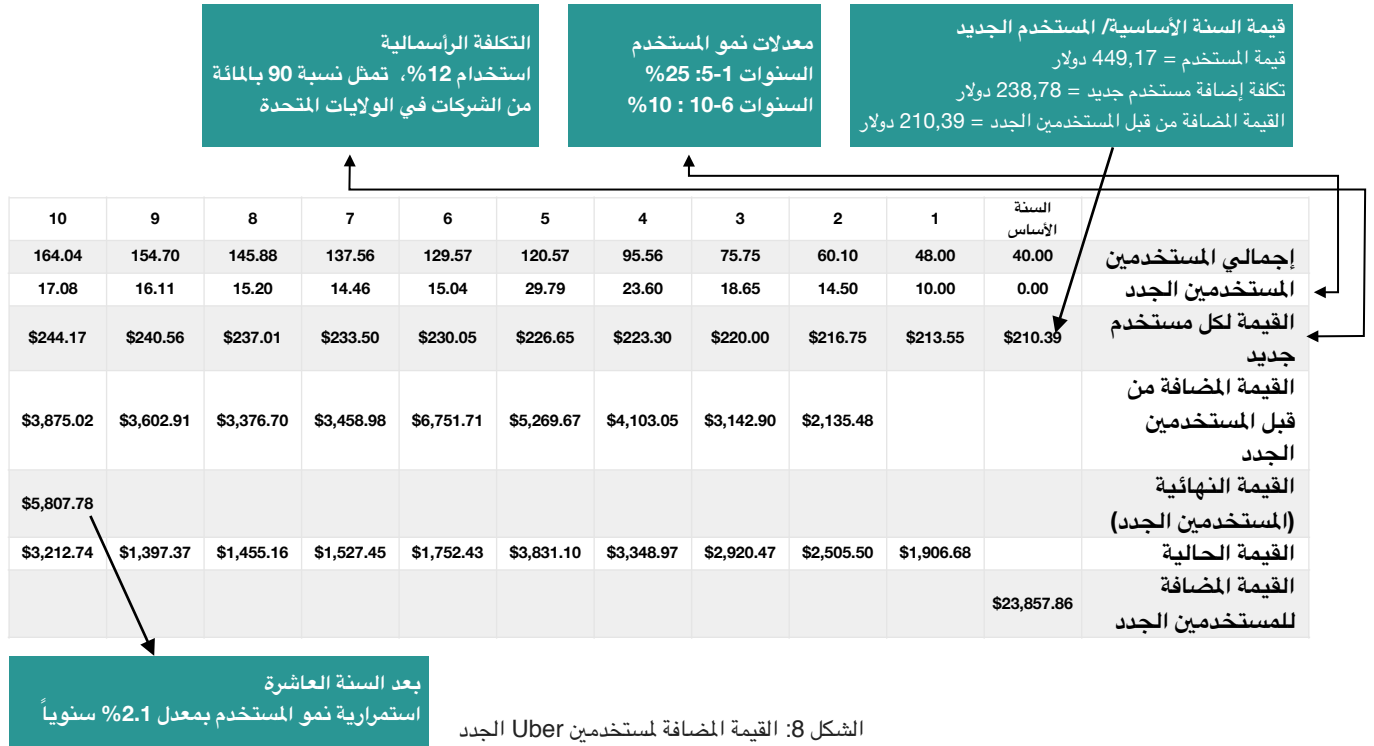
معدل نمو الإيرادات
من المفترض أن معدل النمو 12% في الإيرادات السنوية / المستخدم على مدار 15 سنة القادمة

مخاطر معدل الخصم
استخدام 10% تكلفة رأسمالية والتي تمثل نسبة 75% بالمائة من الشركات العالمية والمعدلة لفرق التضخم

معدل البقاء - القيمة الحالية المعدلة
القيمة الحالية للدخل التشغيلي بعد الضرائب والمعدل لنسبة الانخفاض مع مرور الزمن

قيمة المستخدمين الجدد

حتى يتم تقييم المستخدمين الجدد، نضيف عنصرين. العنصر الأول هي تكلفة الحصول على المستخدمين، والذي قمنا بتقديرها لتصبح 238,75 دولار، وتتزايد بمعدل التضخم. والثاني هو عدد المستخدمين الجدد. وتمشيا مع روايتنا حول انتشار Uber بتوسع على الصعيدين العالمي وعبر الأعمال اللوجستية، فقد افترضنا معدل نمو 25% سنويا في عدد من المستخدمين على مدى السنوات الخمس المقبلة، وبمعدل 10% سنويا في السنوات الخمس التالية، قبل أن يستقر في معدل نمو ثابت (حيث ينمو المستخدمين بنحو 1.5% في السنة بشكل دائم). وبما أن هذه التدفقات النقدية هي الأكثر خطورة، وسنستخدم للخصم تكلفة رأسمال بنسبة 12% (والتي تمثل نسبة 90 بالمائة من الشركات العالمية). ويقيس الشكل (٨) قيمة المستخدمين الجدد في Uber.



تبلغ القيمة لكل مستخدم جديد 210,39 دولار حالياً (449,17 دولار – 238,78 دولار)، وسيتم بمعدل تضخم مما يؤدي إلى قيمة مجمعة للمستخدمين الجدد بمبلغ 238,858 مليون.

أعباء الشركة

لتقييم أعباء الشركة، بدأنا بالتكلفة الأولية البالغة 1 مليار دولار وافترضنا أن النمو سيبلغ 5% سنوياً، أي أقل من معدل النمو في المستخدمين والإيرادات، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى أن معظم هذه التكاليف من المرجح أن تكون تكاليف ثابتة. وبالعودة إلى تكلفة رأس المال بنسبة 10٪، تكون القيمة الناتجة كما يلي في الشكل (٩):

التكلفة الرأسمالية المستخدمة 10%		معدل الضريبة المفترضة =30%		معدل نمو بنسبة 4% وفورات الحجم		عدد السنوات الأساسية غياب المعلومات على النحو المفترض					
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	السنة الأساس	
\$1,480-	\$1,423-	\$1,368-	\$1,316-	\$1,265-	\$1,216-	\$1,170-	\$1,125-	\$1,081-	\$1,040-	\$1,000-	نفقات الشركة
\$1,036-	\$996-	\$958-	\$921-	\$886-	\$851-	\$819-	\$787-	\$757-	\$728-		نفقات الشركة بعد خصم الضريبة
\$13,388-											القيمة النهائية
\$5,561-	\$422-	\$447-	\$473-	\$500-	\$529-	\$559-	\$591-	\$626-	\$662-		القيمة الحالية
											لنفقات الشركة
										\$10,369-	أعباء القيمة من النفقات

الشكل 9 : أعباء نفقات شركة Uber

قيمة أعباء الشركة هي 10,369 مليون دولار وهذا يقلل من القيمة الإجمالية للشركة.

القيمة الإجمالية لشركة Uber

حتى يمكن الحصول على القيمة الإجمالية لـ Uber، من منظور المستخدم، نقوم بتجميع المكونات الثلاثة التالية:

قيمة الأصول التشغيلية Uber

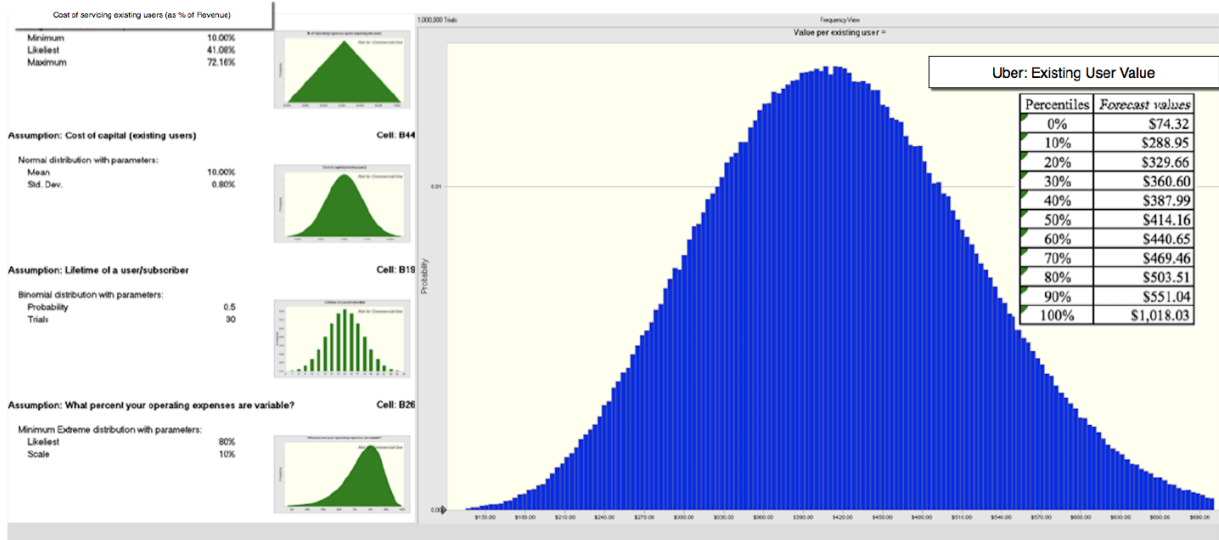
= قيمة المستخدمين الحاليين + قيمة المستخدمين الجدد – أعباء الشركة

17,967 مليون دولار + 23,885 مليون دولار - 10,369 مليون = 31456 مليون

إضافة النقدية (5 مليار دولار) وقيمة شركة Chuxing Didi القابضة (6 مليار دولار) والتي تنتج قيمة تبلغ 42,5 مليار دولار أمريكي للشركة، وهي أعلى إلى حد ما من القيمة المجمعة التي قمنا بتقديرها سابقاً.

التعامل مع عدم اليقين

إذا كنت مهتم بمعرفة عدد الافتراضات التي وضعناها عند تقييم شركة Uber لاستخلاص القيمة لكل مستخدم، فقد كانت هناك عدة افتراضات غير مؤكدة لأن في وضع المعلومات الحالية لا يمكننا سوى استخدامها. ويمكن التخفيف من عملية عدم اليقين أو الشك، إذا كانت Uber أكثر شفافية حول تكاليف مستخدم الخدمة والإيرادات، لذا يأتي الشك أو عدم اليقين لأنه انعكاس لواقع أن العمل لا يزال في مراحله المبكرة مع العديد من المسارات المستقبلية المحتملة. وبدلاً من أن يظهر القلق حيال ذلك، يفضل مواجهة عدم اليقين بشكل مباشر عن طريق استبدال المدخلات التي تم تقديرها من طرفنا (لمعدلات النمو والتكاليف) مع التوزيعات المحتملة التي تعكس عدم اليقين لدينا. ويسمح لنا ذلك باستبدال التقدير الفردي للقيمة بطريقة مونت كارلو (Monte Carlo) والتي ينتج عنها توزيع القيم لمستخدم Uber على النحو الوارد في الشكل (٩):



لاحظ أن هناك أربعة مدخلات متغيرة وهي: تكلفة خدمة المستخدم وتكلفة رأس المال، وعمر المستخدم والنسبة المئوية من نفقات التشغيل التي تعتبر متغيره - حيث قمنا باستبدال رقم واحد من المدخلات الذي استخدمناه في التوزيعات، وإن كان بنفس القيمة المتوقعة. ولم نتفاجأ أن القيمة الوسطية للمستخدم، عبر مليون طريقة، هو 414 دولار، وهو رقم قريب من قيمة 449 دولار التي حصلنا عليها مع نقطة التقديرات. نطاق التوزيع، بالرغم من أنه ضخم، مع وجود قيمة للمستخدم تتراوح ما بين 289 دولار (في الشريحة العشرية الأولى) إلى 551 دولار (في الشريحة العشرية التاسعة). في حين يمكنك إرجاع ذلك إلى مهارتنا الضعيفة في التقييم ولكننا نرى بأنه عبارة عن انعكاس لعدم اليقين الفعلي حول المستقبل.

NETFLIX

التطبيق 2:

تقييم Netflix
في أبريل ٢٠١٨

التطبيق ٢: تقييم Netflix في أبريل ٢٠١٨

قامت Netflix بتعطيل نوعين من الأعمال التجارية منذ طرحها في السوق. أولاً، فقد استبدلت الأعمال الفعلية والتقليدية، التي تسيطر عليها شركة Blockbuster التي تعتمده على الاشتراك من خلال البريد. ثانياً، بدءاً من عام 2012، دخلت إلى عالم الأعمال الترفيهية، وذلك على جانب المحتوى، من خلال إنفاق مبالغ هائلة على المحتوى الأصلي، أو العملاء، عن طريق تغيير طريقة مشاهدة التلفزيون. وخلال هذه العملية، فقد أنشئت أكثر من مائة مليون مشترك على مستوى العالم، والذين لا يدفعوا فقط أكثر من مائة دولار، في المتوسط لمشاهدة محتوى Netflix، ولكن أيضاً يقدمون بيانات حول عادات مشاهدتهم للشركة والتي تستخدمها لإنشاء محتوى جديد.

طريقة عمل شركة Netflix

لا يمكن وصف Netflix كشركة بث فقط حيث أنها تركت هذا التصنيف منذ وقت طويل. تتحصل الشركة على إيراداتها من المشتركين الذين يدفعون رسوم الاشتراك شهرياً أو سنوياً لمشاهدة عروضها، ولكن محتوى هذه العروض الآن تبدو محلية الصنع حيث يتم تأجيرها من الاستوديو. ويوضح الشكل (١٠) تفاصيل نموذج أعمال شركة Netflix وذلك اعتباراً من أبريل 2018.

نلاحظ أنه بالرغم من النفقات الضخمة لـ Netflix لإنشاء وترخيص المحتوى فقد تم توجيه تلك النفقات بشكل واضح نحو الحفاظ على واقتناء المشتركين. وفي نفس الوقت لا تتعلق مباشرة بعدد المستخدمين مما سيكون له آثار هامة للقيمة.



الشكل 10: طريقة أعمال شركة Netflix

التقييم القائم على المستخدم

حتى نتمكن من تقييم Netflix، فقد بدأنا بتقسيم نفقات الشركة إلى ثلاثة أجزاء: وهذه ارتبطت بـ (أ) تقديم الخدمة إلى المشتركين و (2) الحصول على مشتركين جدد و (3) تكاليف الشركة التي لا تتعلق مباشرة بعدد المستخدمين. وسنقوم بتقييم الشركة من خلال تقييم كل قطاع من القطاعات الثلاث بشكل منفصل.

تحليل البيانات المالية

قامت شركة Netflix بالإبلاغ عن 838 مليون دولار في الأرباح التشغيلية لعام 2017، على الإيرادات البالغة 11,693 مليار دولار وكذلك أعلنت عن ارتفاع عدد المستخدمين ارتفاعاً كبيراً من 93,8 مليون مستخدم إلى 117.6 مليون مستخدم. باستخدام المعلومات الواردة في البيانات المالية، سنبدأ بتحليل إجمالي النفقات التشغيلية في الشركة والموضحة في الشكل 11، إلى تكاليف مرتبطة بخدمة المشتركين الحاليين

(التكاليف العامة والإدارية و 20% من التكاليف التي تم صرفها على المحتوى) ،
والحصول على مشتركين جدد (رسملة تكلفة المحتوى وتكاليف التسويق) وتكاليف الشركة
(التقنية والتطوير و80% من التكاليف التي تم صرفها على المحتوى).

تكلفة الحصول على مشتركين جدد	
\$3,424.00	إجمالي تكاليف الحصول على مستخدم
30.84	التغيير في المشتركين في عام 2017
\$111.01	التكلفة لكل مشترك جديد

احصائيات المشتركين			
التغيير	2016	2017	
23.80	93.80	117.60	عدد المشتركين
	103,32 دولار	113.61 دولار	الإيرادات / مشترك

تكلفة خدمة المشتركين الحاليين	
113.36 دولار	الإيرادات / المشترك في 2017
7.39%	التكاليف العامة والإدارية كنسبة مئوية من الإيرادات
1.532.00 دولار	المحتوى المتعلق بالمشارك

تحليل تفصيلي لتكلفة المحتوى	
9,806.00 دولار	تكاليف المحتوى (نفقات نقدية)
7,660.00 دولار	التكاليف التي تم صرفها على المحتوى
2,146.00 دولار	رسملة تكاليف المحتوى

تكاليف الشركة (غير المرتبطة بالمشاركين)	
1.053.00 دولار	التقنية والتطوير
6.128.00 دولار	تكاليف الشركة التي تم صرفها على المحتوى

الدخل التشغيلي لـ Netflix في 2017		
%	11,693.00 دولار	الإيرادات
10.93%	1,278.00 دولار	تكاليف التسويق
7.39%	864.00 دولار	التكاليف العامة والإدارية
9.01%	1,053.00 دولار	التقنية والتطوير
65.51%	7,660.00 دولار	التكاليف التي تم صرفها على المحتوى
7.17%	838.00 دولار	الربح التشغيلي

توزيع تكاليف المحتوى بين المشتركين الحاليين والمشاركين الجدد وفي تكاليف الشركات يعكس لنا مدخلات غير موضوعية ولكن في حالة عدم وجود معلومات واضحة من Netflix، لم يكن لدينا خيار آخر. وبناء على تقديراتنا، فإن تكلفة الحصول على مشترك جديد هي 111.01 دولار وتكلفة تقديم خدمات للمشاركين الحاليين هي 21.39 دولار.

تقييم المشاركين الحاليين

في عام 2017، أعلنت Netflix أنها حققت 113.16 دولارًا لكل مشترك سنويًا، مما يعكس مزيجها الجغرافي من المشاركين. بلغ الصافي 21.39 دولار أمريكي، تكلفة خدمة المشترك كل عام، والذي حققت أرباحًا تشغيلية بلغت 91.77 دولار لكل مشترك قبل خصم الضرائب، و68،83 دولار لكل مشترك بعد خصم الضرائب. في الشكل 12، قمنا بتقدير قيمة المشاركين الحاليين في Netflix، بالإضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار التكلفة الرأسمالية لـ Netflix ومتوسط عمر المشاركين.

تقنية البث الحياة المتوقعة 15 سنة															تكاليف الخدمة تشمل التكاليف العامة والإدارية و20% من النفقات التي تم صرفها على المحتوى تنمو بواقع 2% سنويًا		تنمو الإيرادات/المشارك بمعدل 5% سنويًا		من المفترض أن يبلغ معدل التجديد السنوي 92.5%	
15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	السنة الأساس					
0.3105	0.3357	0.3629	0.3924	0.4242	0.4586	0.4958	0.5360	0.5794	0.6264	0.6772	0.7321	0.7915	0.8556	0.9250	1.0000	بقاء العضوية				
\$235.25	\$224.05	\$213.38	\$203.22	\$193.54	\$184.33	\$175.55	\$167.19	\$159.23	\$151.65	\$144.42	\$137.55	\$131.00	\$124.76	\$118.82	\$113.16	الإيرادات/المشارك				
\$28.79	\$28.22	\$27.67	\$27.13	\$26.60	\$26.07	\$25.56	\$25.06	\$24.57	\$24.09	\$23.62	\$23.15	\$22.70	\$22.25	\$21.82	\$21.39	التكلفة/المشارك				
\$206.46	\$195.83	\$185.71	\$176.09	\$166.95	\$158.25	\$149.99	\$142.13	\$134.66	\$127.56	\$120.81	\$114.39	\$108.30	\$102.51	\$97.00	\$91.77	الربح التشغيلي/الخسارة لكل مشترك				
25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	المعدل الضريبي				
\$48.09	\$49.31	\$50.55	\$51.82	\$53.11	\$54.43	\$55.77	\$57.13	\$58.52	\$59.93	\$61.36	\$62.81	\$64.28	\$65.78	\$67.29	\$68.83	الدخل التشغيلي بعد الضريبة				
\$15.26	\$16.90	\$18.70	\$20.69	\$22.90	\$25.33	\$28.01	\$30.98	\$34.26	\$37.87	\$41.86	\$46.25	\$51.10	\$56.45	\$62.34		القيمة الحالية (بالتكلفة الرأسمالية)				
															15.00	مدة الإشتراك =				
															\$508.89	القيمة لكل مشترك =				
															117,60	عدد المشاركين =				
															\$59,845.86	قيمة المشاركين الحاليين =				

استرجاع الخصم بواقع 7.95% من التكلفة الرأسمالية (التكلفة الرأسمالية لـ Netflix)

الشكل 12: قيمة المشاركين الحاليين لـ Netflix

نفترض أن Netflix لديها قوة تسعير ويمكن لها أن ترفع رسوم المشاركين بنسبة 5% سنويًا، بينما تحتفظ بنمو تكاليف المحتوى بنسبة 2% فقط سنويًا والتي نتج عنها دخل تشغيلي مرتفع على مدار الوقت. وفي النهاية دمج قوى أخرى خاصة بـ Netflix وهي معدل التجديد المرتفع بواقع 92.5%⁸ واسترداد الخصم بالتكلفة الرأسمالية لـ Netflix

⁸ يعتبر معدل التجديد رقم أساسي هنا لذا حاولنا تجربة طريقة Fader و McCarthy لحساب القيمة بشكل دقيق، ولكن واجهتنا مشكلة القيود على البيانات.

بمعدل 7.95% والتي تعكس بذلك مزيج الأعمال ونسبة الدين ولقد توصلنا إلى قيمة تبلغ 508,89 دولار لكل مستخدم وقيمة إجمالية تبلغ 59.8 مليار لا 117 مليون مشترك.

تقييم المشاركين الجدد

حتى يمكن تقييم مشتركين جدد، نبدأ بقيمة المشترك الحالي والتي تبلغ 508.89 دولار والتي تم حسابها في القسم الأخير وبلغت صافي التكلفة 111.01 دولار للحصول على مشترك جديد وذلك للوصول إلى قيمة لكل مشترك جديد بمبلغ 397,88 دولار بالسعر الحالي. وسنتناول تقييم المشاركين الجدد في Netflix في الشكل (١٣).

السنة الأساس	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
إجمالي المستخدمين	135.24	155.53	178.85	205.68	236.54	260.19	286.19	314.83	346.31	380.94	
المستخدمين الجدد	26.46	30.43	34.99	40.24	46.28	41.39	45.53	50.09	55.10	60.60	
القيمة لكل مستخدم جديد	\$405.84	\$413.96	\$422.24	\$430.68	\$439.30	\$448.08	\$457.04	\$466.18	\$475.51	\$485.02	\$397.88
القيمة المضافة من قبل المستخدمين الجدد	\$10,739	\$12,596	\$14,775	\$17,332	\$20,330	\$18,548	\$20,811	\$23,349	\$26,198	\$29,394	
القيمة النهائية (المستخدمين الجدد)										\$31,674	
القيمة الحالية	\$9,948	\$10,809	\$11,746	\$12,763	\$13,868	\$11,721	\$12,182	\$12,662	\$13,160	\$28,418	
القيمة المضافة للمستخدمين الجدد											\$137,276
											استرجاع الخصم بواقع 7.95% من التكلفة الرأسمالية (NetfliX التكلفة الرأسمالية)
											يتوقع زيادة عدد المشاركين الجدد بمعدل 1% سنوياً بعد 10 سنوات

الشكل 13: تقييم المشاركين الجدد في Netflix

لإتمام العملية، افترضنا أن صافي قاعدة المشتركين تنمو بنسبة 15% سنوياً على مدى السنوات الخمس المقبلة، و10% سنوياً من السنة السادسة إلى السنة العاشرة، قبل أن

ينخفض معدل النمو إلى 1٪ فيما بعد⁹. كما يسمح أيضا قيمة مشترك جديد بالنمو في معدل التضخم بنسبة 2٪، واسترداد الخصم في التكلفة الرأسمالية لـ Netflix بنسبة 7.95٪، والتي تحقق قيمة قدرها 137,3 مليار دولار للمستخدمين الجدد.

أعباء تكلفة الشركة

يعتبر المكون الأخير للتحليل هو الأكثر أهمية، على الأقل بالنسبة لـ Netflix، حيث تشمل تكاليفها للتقنية والتطوير 1,053 مليون دولار و 6,128 مليون دولار في تكاليف المحتوى. فإذا شهدت هذه التكاليف نمواً مع عدد المشتركين والإيرادات، فإن Netflix ستغرق فيها. وفي الشكل (١٤)، يمكننا أن نجعل افتراض بأنه بمجرد دخول Netflix مرحلة النمو الفورية، فإنها ستجد وسيلة لوضع هذه التكاليف تحت السيطرة.

السنة الأساس	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
التقنية والتطوير	\$1,053	\$1,106	\$1,161	\$1,219	\$1,280	\$1,344	\$1,411	\$1,482	\$1,556	\$1,634	\$1,715
تكاليف المحتوى	\$6,128	\$6,312	\$6,501	\$6,696	\$6,897	\$7,104	\$7,317	\$7,537	\$7,763	\$7,996	\$8,236
نفقات الشركة بعد الضريبة			\$5,563	\$5,747	\$5,936	\$6,133	\$6,336	\$6,546	\$6,764	\$6,989	\$7,222
القيمة النهائية (نفقات الشركة)											\$147,467
قيمة أعباء نفقات الشركة	\$5,153	\$4,931	\$4,719	\$4,516	\$4,322	\$4,137	\$3,959	\$3,790	\$3,628	\$3,467	\$3,296
قيمة الأعباء	\$111,252										

استرجاع الخصم بواقع 7.95٪ من التكلفة الرأسمالية (التكلفة الرأسمالية لـ Netflix)

الشكل 14: تكلفة أعباء الشركات في Netflix

⁹ ملاحظة: لزيادة صافي المشتركين بنسبة 10٪ سنوياً يجب على Netflix زيادة أكثر من عدد المشتركين فقط، لأن معدل التجديد للشركة 92.0٪، ولتوضيح ذلك نبدأ السنة الأولى بـ 117.6 مليون عضو، ولكن تفقد الشركة 7.5٪ من هؤلاء الأعضاء بسبب عدم التجديد. فعند زيادة صافي المشتركين بنسبة 10٪ يجب أن تشمل أعضاء جدد لتغطية الأعضاء غير المجددين، وهذا يعني 26.46 مليون عضو في السنة الأولى.

الأعضاء الجدد في السنة الأولى = 117.6 (0.10) + 117.6 (1-0.925) = 26.46 مليون
ونكرر هذه العملية لكل سنة.

حتى مع نمو تكاليف المحتوى بمعدل 3% سنوياً، فإن قيمة تكلفة أعباء الشركة تؤدي إلى تخفيض قيمة Netflix بمبلغ 111,3 مليار دولار.

تقييم Netflix

مع وجود تقييم المشتركين الحاليين والجدد وكذلك تكلفة أعباء الشركة، يمكننا تقدير قيمة Netflix كما في الجدول (١).

الجدول (١) : قيمة Netflix في 16 أبريل 2018

تقييم Netflix	
59,845.86 دولار	قيمة المشتركين الحاليين
137,276.49 دولار	+ قيمة المشتركين الجدد
111,251.70 دولار	- القيمة الحالية لأعباء الشركة
85,870.65 دولار	= قيمة الأصول التشغيلية
2,823.00 دولار	+ النقد والمساهمات المتبادلة
6,500.00 دولار	- الدين
82,193.65 دولار	قيمة حقوق الملكية
4,978.00 دولار	قيمة خيارات حقوق الملكية
77,215.65 دولار	قيمة حقوق الملكية في الأسهم العادية
446.81	عدد الأسهم
172,82 دولار	القيمة لكل سهم

تبلغ قيمة أصول Netflix التشغيلية 85,9 مليار دولار مدعومة بالمساهمات النقدية البالغة 2,8 مليار دولار ومخصص منها دين Netflix البالغ 6,5 مليار دولار محققة بذلك حقوق ملكية تبلغ قيمتها 82,2 مليار دولار. ويكون صافي قيمة خيارات الإدارة

القائمة في نهاية 2017 وقسمتها على الأسهم القائمة في هذا التاريخ 172.82 دولار للسهم في 16 أبريل 2018. بينما كان تداول السهم بمعدل 280 دولار للسهم. مما يشير إلى أننا كنا متشائمين جداً حول مستقبل Netflix أو أن السوق وضع قيمة مرتفعة للشركة.

amazon.com
Prime

التطبيق 3:

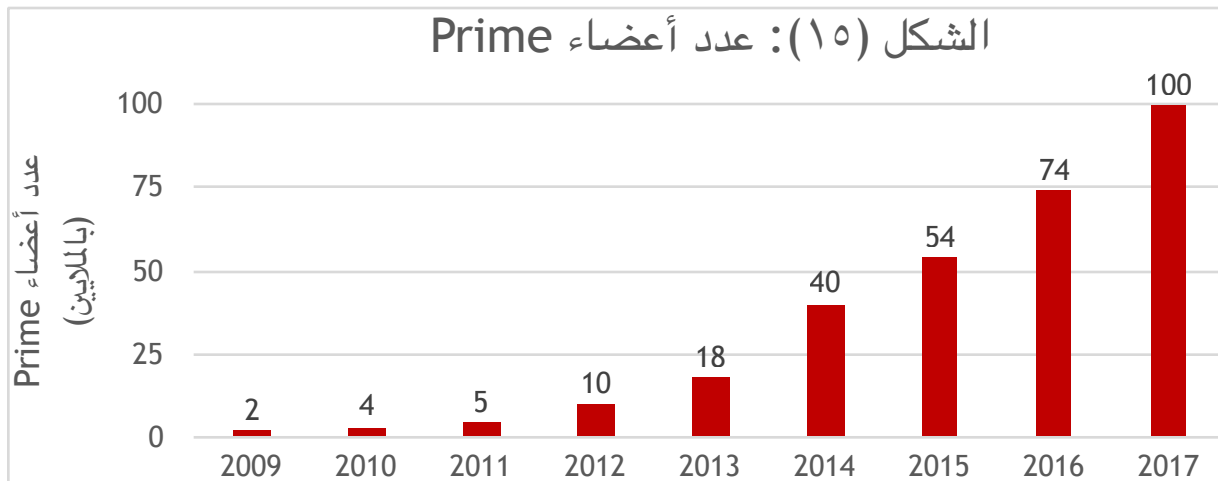
تقييم أمازون برايم
في أبريل ٢٠١٨

تطبيق (٣): تقييم Amazon Prime في إبريل ٢٠١٨

حققت Amazon نجاحًا مذهلاً في مجال تجارة التجزئة في الولايات المتحدة في العامين الأخيرين وفي تقديم العوائد لأصحاب المصلحة. وكما شهدت نمواً، فقد حافظت على ملاحقة الإيرادات أولاً وانتظار تحقق الأرباح لاحقاً. وعندما قدمت عضوية Prime في عام 2004، فقد عرضت صفقة لا تقاوم للمشاركين وذلك في شكل الشحن المجاني لجميع طلبات الشحن مقابل رسوم العضوية السنوية بمبلغ 75 دولار وزادت هذه الرسوم لتصل إلى 99 دولار في عام 2014 وإلى 119 دولار في عام 2018، كما توسعت أيضاً في الخدمات التي يحصل عليها أعضاء Prime لتشمل الاطلاع على وسائل الإعلام الخاصة بـ Amazon (الأفلام والمسلسلات التلفزيونية). وفي المثال الوارد أدناه، نقوم بتقييم Amazon Prime في أبريل عام 2018، عندما تخطت عدد عضويتها حاجز 100 مليون مشترك.

نمو الظاهرة

قامت شركة Amazon بتقديم Prime في عام 2005 وكانت الخدمة بطيئة في البداية. وبحلول نهاية عام 2011، بلغت نسبة الأعضاء في 4% فقط من عملاء Amazon. وفي السنوات التالية، شهدت الخدمة نمواً هائلاً وذلك على النحو الموضح في الشكل (١٥):



وفي الواقع فإن القفزة التي شهدتها Prime في عدد الأعضاء على مدار الثلاث سنوات الأخيرة تعتبر هائلة، مما أعطى حجماً كبيراً لقاعدة المشتركين. وفي عام 2016، أضافت الشركة ما يقرب من 20 مليون عضو جديد وستستمر بنفس الوتيرة لإضافة عدد مماثل هذا العام. وبحلول نهاية عام 2017، أصبحت قاعدة مستخدمي Prime ضخمة جداً، أي أن ما يقرب 60٪ من جميع الأسر في الولايات المتحدة لديها عضوية، مما يدل على أن غير أعضاء Prime هم الاستثناء من قاعدة العمليات الخاصة بـ Amazon في الولايات المتحدة. أما خارج الولايات المتحدة فيعتبر معدل النمو أبطأ، وهذا التباطؤ على مستوى الضغوط التنافسية والتنظيمية وكذلك التحديات اللوجستية.

طريقة عمل Amazon Prime

حتى يمكن استيعاب Amazon Prime، يجب أن نستعرض طريقة عملها. في الدول التي تقدم فيها خدمة Prime، يمكن لأي شخص أن يصبح عضواً، إما باشتراك شهري أو سنوي. وبلغت الرسوم السنوية للعضوية في الولايات المتحدة عام 2017، 99 دولار كما كان على مدى السنوات القليلة الماضية، وبلغت الرسوم الشهرية 10,99 دولار¹⁰. مع تواجد 100 مليون عضو، فهذا ينعكس في إجمالي الإيرادات للشركة والتي تبلغ حوالي 10 مليار دولار، هذا ويدفع أعضاء الاشتراك الشهري أكثر ولكن هناك جزء من الأعضاء (بما في ذلك الطلاب) يحصلون على خصم للعضوية. وتأتي الفائدة الأخرى لـ Amazon، من حقيقة أن أعضاء Amazon Prime ينفقون مبالغ أكثر على Amazon من الأشخاص غير الأعضاء في Prime. في حين أن الأرقام الدقيقة تعلمها فقط شركة Amazon، إلا أن معظم التقارير المسربة مؤخراً تشير إلى أن العضو النموذجي في Prime ينفق ما يقرب من 1300 دولار أمريكي في السنة على منتجات Amazon، في مقابل 700 دولار أمريكي ينفقها الأشخاص غير الأعضاء في Prime. ويتضح من ذلك أن أعضاء

¹⁰ أعلنت الشركة في 26 أبريل 2018 عن زيادة رسوم عضوية Prime إلى 119 دولار في السنة.

Prime ينفقون المزيد (600 دولار، إذا كنت تعتقد أن التأثير في العضوية يساوي الفرق بين هذين الرقمين) ولكن يعتبر ذلك تحيز في الإحصاء واختيار للعينة حيث أن الإيرادات الإضافية الحقيقية غير ملحوظة، ولكن يمكن ملاحظة الفرق بين أعضاء Prime القائمين الذي ينفقون (1300 دولار في السنة) وما ينفقه نفس الأعضاء إذا لم يكن لديهم عضوية Prime. وهذه نقطة معقولة، ولكن لا يزال هناك بلا شك تأثير من Prime حيث يقوم الأعضاء باختيار العروض الخاصة لـ Prime رغم ارتفاع سعرها مقارنة بالعروض الأخرى. وفيما يلي أدناه استعراض لطريقة عمل Amazon Prime في الشكل (١٦):



الشكل (١٦): طريقة عمل Amazon Prime

من أضخم التكاليف التي تتحملها Amazon Prime هي تكلفة الشحن التي تتحملها الشركة في الوقت الحالي مقابل الأصناف المعروضة على Prime. وفي عام 2017 أعلنت الشركة عن صافي تكاليف الشحن البالغة 9,96 مليار دولار ومن المفترض أن معظم تلك التكاليف تتعلق بخدمة 85 مليون عضو لدى Amazon في المتوسط خلال عام 2017 مما نتج عنها تكاليف شحن لكل عضو بما يقرب من 117 دولار للعضو. الخدمات الأخرى المعفاة من الرسوم التي تقدمها Amazon لأعضاء Prime ينشأ عنها تكاليف أيضاً على الرغم من أن تلك التكاليف جزأً لا يتجزأً من الأصناف المنتشرة على مستوى الشركة ومن الصعب فصلها. هذا وسنسعى لتحليل تلك التكاليف في القسم التالي.

التقييم القائم على المستخدم

حتى يمكن تقييم Amazon Prime، نتبع نفس الإجراء الذي قمنا به لتقييم Uber مع الأخذ في الاعتبار أن Amazon Prime جزء صغير من مؤسسة كبيرة جداً. ولقد بدأنا بتقييم أعضاء Prime الحاليين أولاً ومن ثم الأعضاء الجدد وتخفيض قيمة الأعضاء من خلال أعباء تكلفة الشركة.

تحليل البيانات المالية

تتسم عملية تقييم Amazon Prime بالتعقيد أكثر من تقييم Uber أو Netflix حيث يوجد القليل من المعلومات المعلنة حول الدخل أو النفقات المحددة لشركة Amazon Prime. وفي الجدول (٢)، قمنا بتقسيم النفقات الواضحة إلى ثلاث مجموعات وهي Amazon لخدمات التجزئة / الإعلام و AWS (أعمال الخدمات السحابية الخاصة بهم) و Amazon Prime مع إيضاح التبريرات في العمود الأخير من الجدول.

الأساس	Amazon (الإجمالي)	Amazon Prime	خدمات الويب Amazon الويب	Amazon / لخدمات الأفراد الإعلام	
يقوم أعضاء Prime بتحقيق 600 مليون دولار بالزيادة في الإيرادات سنويا + 9700 دولار في رسوم الاشتراك (10 آلاف)	\$177,866	\$60,700	\$17,459	\$99,707	الإيرادات
المخصصات بناء على الإيرادات الواردة إلى خدمات الأفراد / الإعلام في Amazon Prime و	\$22,620	\$3,592	\$13,128	\$5,900	التقنية والمحتوى
أعلنت Amazon عن أرقام AWS. الرصيد المخصص بناء على الإيرادات	\$29,246	\$11,067	- \$	\$18,179	النفقات التشغيلية الأخرى
يتم الاستفادة منه بالكامل من قبل Amazon Prime	%6.07	%24.81	10.34-%	%2.31	الهامش التشغيلي
تم تخصيصه بناء على الإيرادات الواردة إلى خدمات التجزئة / الإعلام في Amazon Prime	%11.99		4.42-%	%15.03	الهامش التشغيلي قبل التقنية / المحتوى
	\$9,960	\$9,960	- \$	- \$	صافي تكلفة الشحن
	\$4,106	\$6,276-	\$4,331	\$6,051	الدخل التشغيلي

الجدول (٢): تحليل تفصيلي لعمليات Amazon التشغيلية

خلال إعداد تلك المخصصات قمنا بوضع الافتراضات التالية:

1. لقد قمنا بحساب الإيرادات الإضافية فقط من أعضاء Amazon Prime (600 دولار للعضو على مستوى 85 مليون عضو من أعضاء Amazon على مدى المتوسط خلال السنة) مع إضافة 9.7 مليار دولار في بند الاشتراكات التي قامت الشركة بالإبلاغ عنها في 2017.
2. صافي تكاليف الشحن التي تم تخصيصها بالكامل Amazon Prime وكافة النفقات التشغيلية التي قامت Amazon بالإبلاغ عنها لـ AWS والتي من المفترض أن تكون للتكنولوجيا والمحتوى.
3. النفقات المتبقية التي تم توزيعها على مستوى AWS وخدمات التجزئة والإعلام في Amazon بما يتناسب مع إيراداتها. وفي تقديرنا، أن كلا

من خدمات التجزئة والإعلام في Amazon و AWS حققت أرباحاً تشغيلية في 2017 ولكن كانت أكثر ربحية في الفترة الأخيرة قبل خصم هامش ضريبة الأرباح التشغيلية بمعدل 24.81%. وفي عام 2017 كانت شركة Amazon Prime من الشركات التي شهدت خسارة في الأموال ولكن الهوامش الخاصة بها كانت أقل سلبية من المعتاد ومع وجود 100 مليون عضو لديها قد يجعلها على استعداد للعودة مرة أخرى.

4. هناك مكون أخير للتكلفة نود أن نتعرف عليه ولكن يجب أن نخمن هذا المكون وهو تكلفة Amazon مقابل الحصول على عضو جديد. وتعتبر تلك التقديرات أولية حيث لا تقدم Amazon أي معلومات حول التكلفة وهو على النقيض من حالات Uber و Netflix، حيث نفترض أن تكاليف التسويق كانت بالكامل للحصول مستخدمين جدد، ولا يمكننا افتراض المثل بالنسبة لـ Amazon. تعتبر التكلفة الترويجية أو التسويقية جزءاً من إجمالي تكلفة التسويق التي أعلنت Amazon عنها في 2017 وسنفترض أن تكلفة الحصول على عضو جديد هي 100 دولار للعضو؛ في 2017 تم تحويل تلك التكاليف لتصل إلى 3 مليار دولار في الإجمالي مقابل الحصول على 30 مليون عضو جديد حيث ارتفع عدد الأعضاء من 70 مليون إلى 100 مليون عضو.

صحيح أن هذه الأحكام الذاتية من شأنها أن تؤثر على تقييمنا لقيمة Amazon Prime ، ولكن في حالة عدم وجود تفاصيل، فهذا هو كل ما يمكن أن نفعله.

تقييم أعضاء Prime الحاليين

نتبع نفس النموذج الذي قمنا به لتقييم راكبي Uber ومشاركى Netflix، نقوم بتقييم Amazon Prime على ثلاث شرائح، وفيما يلي يمكن النظر في الأعضاء الحاليين لـ Prime في الشكل (١٧):

معدل النمو يبلغ 10% للسنوات من 5-1 مع الانخفاض مقابل معدل التضخم										متوسط رسوم العضوية على مستوى الأعضاء	
على مدار 20 عاماً تم زيادة معدل التضخم										يقوم عضو Prime بصرف 600 دولار سنوياً بمعدل أكثر من الأشخاص غير الأعضاء	
معدل التجديد السنوي = 96%											
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	السنة الأساس	
0.6648	0.6925	0.7214	0.7514	0.7828	0.8154	0.8493	0.8847	0.9216	0.9600	1.0000	بقاء العضوية
%2.00	%4.00	%6.00	%8.00	%10.00	%10.00	%10.00	%10.00	%10.00	%10.00	%10.00	معدل نمو الإيرادات الإضافية
\$1,290.83	\$1,265.52	\$1,216.85	\$1,147.97	\$1,062.94	\$966.31	\$878.46	\$798.60	\$726.00	\$660.00	\$600.00	الإيرادات / العضو الإضافي
%13.00	%13.00	%13.00	%13.00	%13.00	%13.00	%12.80	%12.60	%12.39	%12.19	%11.99	الهامش التشغيلي (قبل الشحن)
\$167.81	\$164.52	\$158.19	\$149.24	\$138.18	\$125.62	\$112.43	\$100.59	\$89.98	\$80.47	\$71.94	الدخل التشغيلي على المبيعات الإضافية
\$118.24	\$115.92	\$113.65	\$111.42	\$109.24	\$107.10	\$105.00	\$102.94	\$100.92	\$98.94	\$97.00	رسوم عضوية Prime
\$286.05	\$280.44	\$271.84	\$260.66	\$247.42	\$232.72	\$217.42	\$203.53	\$190.90	\$179.41	\$168.94	الإيرادات لكل عضو
\$151.45	\$148.48	\$145.57	\$142.71	\$139.91	\$135.84	\$131.88	\$128.04	\$124.31	\$120.69	\$117.18	تكاليف الشحن لكل عضو
\$134.60	\$131.96	\$126.27	\$117.95	\$107.50	\$96.88	\$85.54	\$75.49	\$66.59	\$58.72	\$51.76	الربح التشغيلي / الخسارة لكل عضو
%25.00	%24.500	%24.000	%23.500	%23.000	%22.500	%22.000	%21.500	%21.000	%20.500	%20.00	معدل الضريبة
\$67.12	\$69.00	\$69.23	\$67.80	\$64.80	\$61.22	\$56.67	\$52.43	\$48.48	\$44.81	\$41.41	الدخل التشغيلي بعد الضريبة
\$31.38	\$34.81	\$37.68	\$39.82	\$41.06	\$41.86	\$41.81	\$41.73	\$41.64	\$41.53		القيمة الحالية (بالتكلفة الرأسمالية)
										20.00	حياة المستخدم =
										\$584.53	القيمة لكل عضو من أعضاء Prime
										100.00	عدد أعضاء Prime =
										\$58,453.09	قيمة أعضاء Prime =
											يشهد الهامش التشغيلي قبل الضريبة تحسناً طفيفاً ليصل إلى 13%
											استخدام تكلفة رأسمالية 7,90% وهي نسبة قريبة من التكلفة الرأسمالية الحالية لشركة Amazon
											معدل ضريبة شركات الولايات المتحدة ستصبح 25% في المرحلة المستقرة
											تكاليف الشحن الحالية هي 117.18 دولار/ عضو وستزداد بواقع 3% من السنوات 3-1 ومعدل التضخم سيشهد ارتفاعاً بناءً عليه

الشكل 17: تقييم أعضاء Prime الحاليين

على افتراض أن شركة Amazon قادرة على زيادة إيراداتها لكل عضو Prime بنسبة 10% سنوياً، مع الحفاظ على ازدياد تكلفة الشحن بنسبة 3% سنوياً، وتبلغ قيمة كل عضو من أعضائها 584,53 دولار. ومن خلال استقراء 100 مليون عضو، فإن القيمة التي تم تحديثها في نهاية عام 2017، من شأنها أن تسفر عن قيمة تبلغ 58,45 دولار أمريكي للأعضاء القائمين.

تقييم أعضاء Prime الجدد

لتقييم أعضاء Prime الجدد، نحسب أولاً القيمة لكل عضو من Prime، بتكلفة مقدرة بـ 100 دولار للحصول على عضو جديد. وبافتراض أن شركة Amazon ستستمر في زيادة عضويتها في Prime، ويوضح الشكل (١٨) تقييم أعضاء Amazon Prime الجدد.



نلاحظ أن نسبة النمو تبلغ 12% في صافي العضوية وتتطلب نمواً بأكثر من 12% في الأعضاء الجدد، لتغطية عدم تجديد العضوية الحالية. وبعد عشر سنوات نفترض أن معدل النمو في الأعضاء الجدد ينخفض إلى 3% سنوياً إلى ما لا نهاية (تحديد ما يساوي المعدل الخالي من المخاطر في أبريل 2018). وتبلغ قيمة أعضاء Prime 101,75 مليار دولار، مع هذه الافتراضات.

تقييم تكلفة أعباء الشركات

كما هو الحال مع تكلفة إضافة مستخدم جديد، يتطلب تقدير تكلفة أعباء الشركات بعضاً من القرارات ولكن النفقات التقديرية بعد الضرائب وتأثير القيمة يتم عرضهم في الشكل (١٩):

10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	السنة الأساس	
										\$22,620.00	التكاليف الإجمالية لوسائل الاعلام / المحتوى
										%15.88	حصة Amazon في النفقات
\$7,702	\$7,406	\$7,121	\$6,847	\$6,584	\$6,330	\$5,652	\$5,047	\$4,506	\$4,023	\$3,592	نفقات الشركات
\$5,776	\$5,591	\$5,412	\$5,238	\$5,069	\$4,906	\$4,409	\$3,962	\$3,560	\$3,198		نفقات الشركات بعد الضريبة
\$121,421											القيمة النهائية (نفقات الشركات)
\$2,820	\$2,946	\$3,076	\$3,212	\$3,354	\$3,252	\$3,154	\$3,057	\$2,964			التكاليف الإجمالية لوسائل الاعلام / المحتوى
										\$87,302	قيمة أعباء نفقات الشركات

الشكل 19: تكلفة أعباء Amazon Prime

بافتراض أن 3,592 مليون دولار هي تكلفة المحتوى الخاص بشركة Prime في عام 2017 وأن تلك التكاليف تزداد بعدد المستخدمين كل سنة وبلغت تكلفة أعباء الشركات 87,3 مليار دولار أمريكي.

تقييم Amazon Prime

الجمع بين قيم الأعضاء الحاليين والجدد في Prime واحتساب تكلفة أعباء الشركات بالصافي وقد وضعنا تقديراً لقيمة Amazon Prime في الجدول (٣) أدناه:

قيمة الأعضاء الحاليين	58,453 دولار
قيمة الأعضاء الجدد	101,750 دولار
- القيمة الحالية لنفقات الشركات	87,302 دولار
قيمة عضوية PRIME	72,901 دولار

جدول (٣): تقييم Amazon Prime

وفقاً للافتراضات الموضوعية، تبلغ قيمة Amazon Prime بمفردها 72,9 مليار دولار مع احتمال أن يكون الاتجاه التصاعدي أكثر من الجانب السلبي. ولمزيد من التوضيح، فقد أعلنت Amazon زيادة في رسوم عضوية Prime لتصل إلى 119 دولار بعد أن كانت 99 دولار في الولايات المتحدة بعد هذا التحليل مباشرة. دمج زيادة هذا السعر دون تغيير في افتراضات زيادة المستخدمين سيؤدي إلى زيادة قيمة Amazon Prime لتتخطى 100 مليار دولار.

ديناميكيات قيمة المستخدم

ديناميكيات قيمة المستخدم

من إحدى مزايا التقييم القائم على المستخدم هو أنه بالرغم من العديد من الافتراضات التي تتطلبها عملية التقييم وغياب البيانات الأساسية حول مقاييس المستخدم، إلا إنها تزودنا بإطار عمل يمكن استخدامه للاطلاع على ديناميكيات المستخدم، أي المتغيرات الرئيسية التي تميز الشركات القائمة على المستخدم ذات القيمة العالية عن الشركات الأخرى ذات القيمة الأقل. وفي هذا القسم قمنا باستخدام تقييمات Uber و Netflix و Amazon Prime لفحص تلك التغيرات.

مقترحات حول تكلفة المستخدم

العديد من الشركات الناشئة القائمة على المستخدمين تخسر مبالغ مالية، ليس لأنها تعتمد على المستخدم، ولكن لأنها لا تزال في مراحل مبكرة من دورتها التشغيلية. وهناك عدد قليل من هذه الشركات للتداول العام، مثل شركة Snap ولكن معظمها شركات قطاع خاص يتم تمويلها من أصحاب رأس المال الاستثماري. في حين أن رد فعل معظم المستثمرين القداماء عند النظر إلى تلك الشركات أنها موضة عابرة مبالغ في قيمتها، إلا أن الدروس المستفادة على مدار السنوات الأخيرة هي أن بعض من هذه الشركات تتخلص من مشاكل النمو كما فعلت الشركات الوجيهة. في هذا القسم، سنناقش أن لتقييم شركة قائمة على المستخدم، لا يكفي اعتبار الإيرادات والنفقات الإجمالية فقط، ولكن يجب النظر في الأسباب التي تجعل الشركة تنفق هذه المبالغ، لأن هناك طرق جيدة لصرف هذه الأموال بالمثل كما توجد طرق سيئة لصرفها.

تكاليف المستخدم الحالي مقابل الجديد

تمشيا مع التحليل الذي نقوم بإجرائه لقيمة الشركات القائمة على المستخدمين في القيمة من المستخدمين الحاليين والمستخدمين الجدد، سنجد أن تحليل النفقات في تلك الخدمات المرتبطة بالمشاركين الحاليين وفي الحصول على عملاء جدد يعد أمراً حيوياً لفهم قيمتها. ولمعرفة السبب، دعونا نعود إلى التقييم القائم على المستخدم من شركة Uber والذي تناولناه في فقرات سابقة من هذا المقال. وباستخدام الأحكام الصعبة للغاية، فقد خصصنا تكاليف تشغيل Uber لخدمة المشاركين الحاليين والحصول على مشتركين جدد وقد بلغت القيمة 31.5 مليار دولار أمريكي للأصول التشغيلية. وفي الجدول 4، سنرى كيفية تغيير قيمة الأصول التشغيلية إذا قمنا بتخصيص نفقات التشغيل الإجمالية بمعدل أقل أو أكثر للحصول على المستخدمين الجدد (النفقات المتبقية مقابل خدمة المشاركين الحاليين):

الجدول 4: قيمة أصول تشغيل Uber - التكلفة المخصصة للحصول على مستخدم جديد

قيمة المستخدم الجدد	قيمة المستخدمين الحاليين	خدمة المستخدمين الحاليين	النسبة المئوية للنفقات التشغيلية الحالية والتي تم صرفها للحصول على مستخدمين جدد
24,314 دولار	6,167 دولار	100%	0%
29,654 دولار	10,619 دولار	80%	20%
34,994 دولار	15,071 دولار	60%	40%
40,334 دولار	19,523 دولار	40%	60%
45,673 دولار	23,974 دولار	20%	80%
51,013 دولار	28,426 دولار	0%	100%

من الجدير بالملاحظة أن نسبة النفقات التشغيلية الحالية التي تم صرفها على الحصول على مستخدم جديد تتزايد، ليس بشكل مفاجئ، ولكن قيمة المستخدمين

الحاليين شهدت ارتفاعاً مفاجئاً وكذلك بالنسبة لقيمة المستخدمين الجدد. تعتبر القيمة الاجمالية للشركة أضخم عند توجيه كافة النفقات التشغيلية نحو الحصول على مستخدم جديد وتقديم خدمة غير مكلفة للمستخدمين الحاليين.

الاقتراح الأول لقيمة المستخدم: تعتبر الشركة التي تخسر الأموال، وتقدم خدمة للمستخدمين / المشاركين الحاليين أقل قيمة من الشركات المماثلة لها في الخسارة، حيث أن النفقات الأساسية تنتج من الحصول على مشتركين جدد.

التكاليف الثابتة مقابل المتغيرة

هناك طريقة أخرى لتقسيم التكاليف إلى شرائح وهذا في التكاليف الثابتة والمتغيرة. وبعبارة آخر أن بعض من النفقات التشغيلية في الشركة القائمة على المستخدم ستزيد مع المستخدمين والبعض الآخر ثابت. باستخدام Uber كمثال توضيحي مرة أخرى، ننظر إلى قيمة الشركة كتوظيف لنسبة تكاليف Uber الثابتة والواردة في جدول (٥):

النسبة المئوية للنفقات الثابتة الحالية	قيمة المستخدمين الحاليين	قيمة المستخدمين الجدد	قيمة مستخدم Uber
0%	14,733 دولار	15,250 دولار	29,983 دولار
20%	16,412 دولار	20,191 دولار	36,603 دولار
40%	17,834 دولار	24,373 دولار	42,207 دولار
60%	19,040 دولار	27,924 دولار	46,964 دولار
80%	20,068 دولار	30,949 دولار	51,017 دولار
100%	20,947 دولار	536,33 دولار	54,483 دولار

جدول 5: قيمة الأصول التشغيلية لـ Uber

وكنسبة من التكاليف الثابتة، فقد ارتفعت قيمة كلا من المستخدمين الحاليين والجدد وجاء التفسير مبسطاً. هذا يُعرف بوفورات الحجم حيث كلما أصبحت الشركات أكبر، كلما أصبحت تكاليفها أقل كنسبة من الإيرادات.

الاقتراح الثاني لقيمة المستخدم: الشركة التي لديها نفقات ثابتة بشكل أساسي (لن تنمو مع الإيرادات) ستكون قيمتها أعلى من الشركات المتماثلة التي لديها نفقات متغيرة (وفقاً للإيرادات).

في عمليات تقييم Uber و Netflix و Amazon Prime التي قمنا بتنفيذها ، ظهرت التكاليف الثابتة كتكلفة خدمة للمستخدم / المشترك وفي الغالب كتكاليف شركات. فعلى سبيل المثال شركة Netflix لقد وجدنا أن العديد من تكاليف المحتوى هي تكاليف الشركات ولا تتعلق بشكل مباشر بعدد المشتركين. في مارس 2018 ، استخدمنا نفس إطار العمل القائم على المستخدم لتقييم Spotify وهي شركة أخرى قائمة على المشتركين ومتخصصة في مجال الموسيقى وليس الفيديو. وفي حين أن نموذج Spotify يبدو كنموذج Netflix على الأقل بشكل سطحي فهو يختلف في أحد الجوانب الهامة. هذا ولا تقوم Spotify بإنتاج المحتوى الأصلي - على الأقل في مارس 2018- ولكن أيضا تدفع للمحتوى القائم على كيفية استماع المشترك للأغنية مما يؤدي إلى ربط تكاليف المحتوى بالمستخدم إلى جانب أنها تكاليف متغيرة. في الجدول 6 ، قمنا بفحص العواقب على المشترك وقيمة الشركة وذلك من خلال تناول شركتين:

جدول (٦): Netflix مقابل Spotify

Spotify	Netflix	
71	117.6	عدد المشتركين
77,63 دولار	113,16 دولار	الإيرادات / المشترك السنوي
79.24%	18.90%	نفقات خدمة المشترك (كنسبة مئوية)
369.86%	223.93%	حساب معدل النمو السنوي المركب في عدد المشتركين

القيمة وفقا للمشارك الحالي	508,89 دولار	108,65 دولار
تكلفة الحصول على مشترك جديد	111,01 دولار	27,30 دولار
القيمة لكل مشترك جديد	397,88 دولار	81,35 دولار
قيمة كافة المشاركين الحاليين	59,845.86 دولار	7,714.28 دولار
+ قيمة كافة المشاركين الجدد	137,276.49 دولار	20,764.56 دولار
- تكلفة أعباء الشركات	111,251.170 دولار	13,139.75
= قيمة الأصول التشغيلية	85,870.65 دولار	15,339.10 دولار

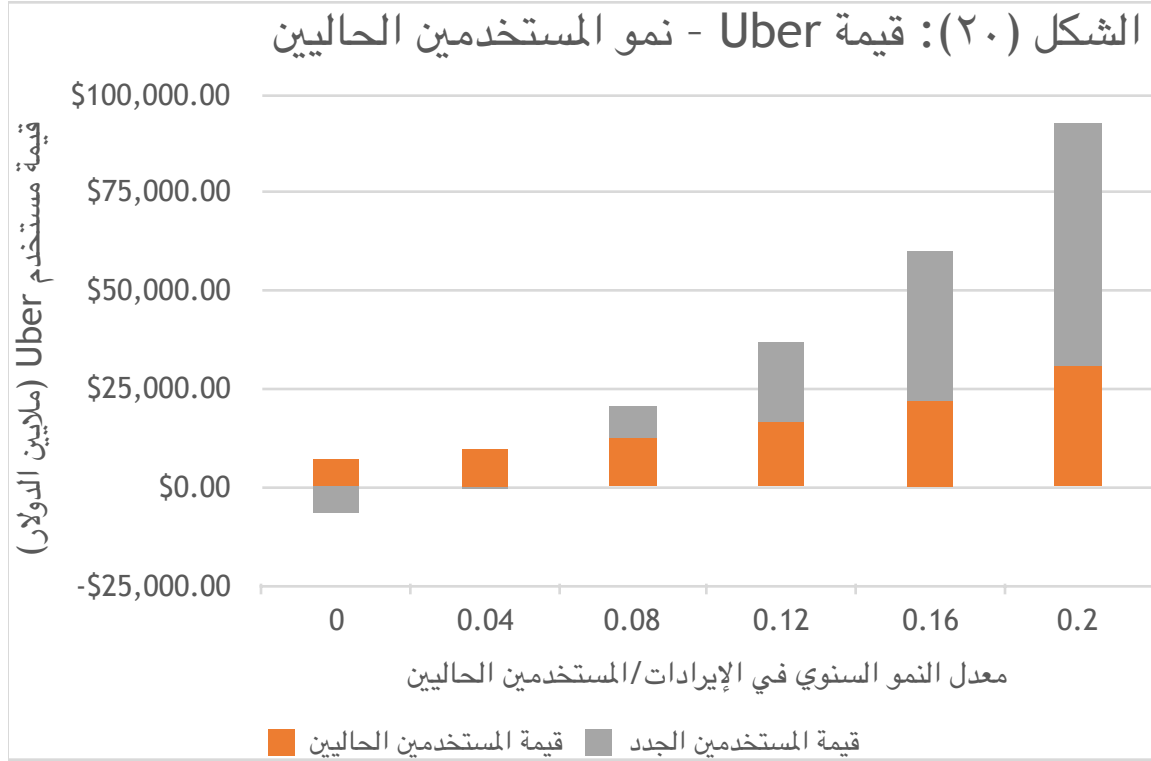
تمتلك Spotify عدد قليل من الأعضاء الذين يقومون بسداد الاشتراك وعند الإعلان عنها وسداد كل مشترك نسبة أقل ولكن اختلفت القيمة بين الشركتين بشكل كبير نظرا لاختلاف نموذج الأعمال. وحيث أن تكلفة المحتوى مرتبطة بالمشاركين بالنسبة لـ Spotify ، فإنها تحقق القليل من الربح التشغيلي عن كل مشترك ، مما يؤدي إلى تخفيض القيمة لكل من مشاركيها الحاليين والجدد.

اقتراحات زيادة المستخدمين

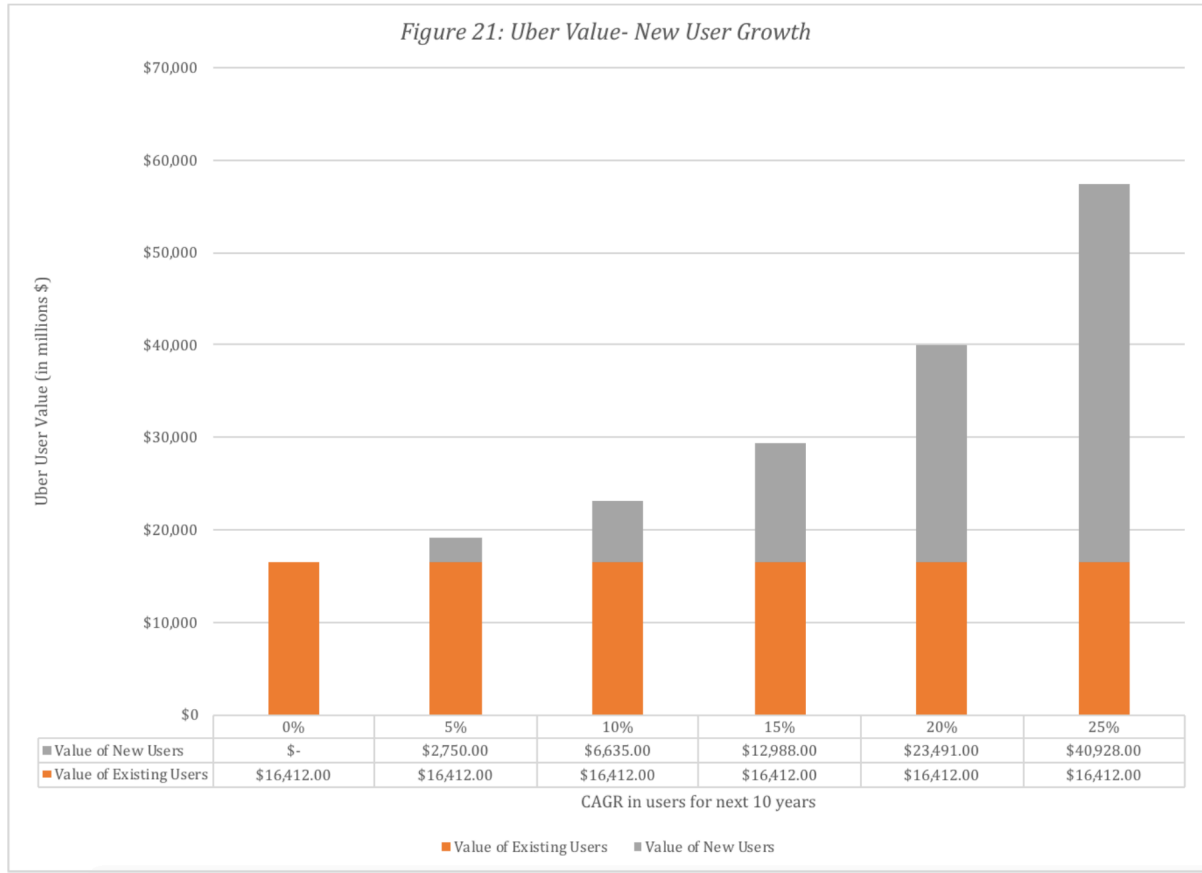
بالنسبة للشركات الناشئة، فقد استعرضنا مستوى النمو بوجه عام والذي أظهر مستوى جيد وعاد ذلك على زيادة معدل نمو الشركات بشكل كبير مما أدى إلى ارتفاع عمليات التقييم ولكن لم تشهد الشركات معدلات نمو متكافئة. بعض استراتيجيات النمو ينتج عنها قيمة أكثر من غيرها والبعض الآخر ينتج عنه اهدار للقيمة. في النموذج القائم على المستخدم أو المشارك، يوجد طريقتين يمكنك من خلالها تنمية إيراداتك. إحدى الطريقتين، الحصول على المستخدمين الحاليين لشراء منتج من منتجاتك أو خدمة من خدماتك أو أكثر أو ربما تكون منتجات وخدمات أخرى قد توصلت إليها. أما الطريق الأخرى من خلال السعي للحصول على مستخدمين جدد.

لفحص مدى تأثير كل نوع من أنواع النمو على القيمة، دعونا نسترجع التقييم الخاص بشركة Uber القائم على المستخدم ونلاحظ التأثير على قيمة تغيير معدل النمو في إيرادات المعاملات لكل مستخدم من المستخدمين الحاليين وذلك من خلال الشكل (٢٠):

الشكل (٢٠): قيمة Uber – النمو الناتج من المستخدمين الحاليين



تم ارتفاع معدل النمو في الإيرادات لكل مستخدم من 0% إلى 20% مما دفع بشركة Uber من شركة عديمة الجدوى إلى شركة ذات قيمة تتجاوز 62 مليار دولار. وننظر حالياً إلى تأثير تغيير معدل النمو في عدد المستخدمين دون المساس بقيمة المستخدم الحالي وذلك على النحو الوارد في الشكل (٢١):



الشكل (٢١) : قيمة Uber – معدل نمو المستخدم الجديد

بينما تزداد القيمة مع النمو في عدد المستخدمين الجدد أيضا، فإن الأثر أقل دراما عن المتوقع. القيمة الإجمالية لـ Uber هي أكثر حساسية لمعدل النمو في الإيرادات لكل مستخدم من المستخدمين مما هو عليه لمعدل النمو في المستخدمين، مما يؤدي إلى وضع الاقتراح الثالث حول قيمة المستخدم.

الاقتراح الثالث لقيمة المستخدم: الشركة التي تشهد نموا في معدل الإيرادات من خلال زيادة الإيرادات لكل مستخدم تعتبر ذات جدارة أكثر من شركة مماثلة تستمد معدل النمو من زيادة عدد المستخدمين / المشاركين.

الشركات الناشئة تواجه المقايضات والسؤال هو هل تقوم بتخصيص الموارد للحصول على المستخدمين الجدد أو السعي للبيع على نحو أكثر إلى المستخدمين الحاليين. وعلى الأقل في حالة Uber، يبدو أن الأرقام تشير إلى أنه إذا كان يجب عليك وضع الأولويات لهذه الأهداف، فيجب أن تكون الأولوية القصوى هي الحصول على

المستخدمين الحاليين لاستخدام الخدمة أكثر من مواصلة البحث عن مستخدمين جدد. وبشكل عام هذا قد يفسر لماذا بعض شركات تختار النماذج القائمة على المعاملة دون النماذج القائمة على الاشتراك، حيث يوجد إمكانية لزيادة الإيرادات لكل مستخدم تم اشتراكه في السابق عن ذلك المستخدم المشترك حديثاً. نموذج شركة Netflix، يعتبر نموذج من النماذج البحتة القائمة على الاشتراك، ويجب أن تحصل على معدل عالي من النمو من زيادة عدد المشتركين، ولكن نموذج Amazon نموذج مركب، حيث يأتي جزء من الإيرادات من نفقات أعضاء Prime أكثر من الأعضاء الحاليين.

اقتراحات زيادة المستخدمين

النظر إلى الشركة كشركة قائمة على المستخدم أو المشترك يمكن أن تكون مفيدة في فك رموز كيف ولماذا يقومون بوضع الخيارات الاستراتيجية واختيار الأعمال التي يقومون بتنفيذها. وفي هذا القسم، نضع إطاراً للعمل على تصنيف الشركات الكبرى والشركات الجيدة والعادية ومن ثم نستخدم هذا الإطار لفهم بعض الكلمات المعقدة التي ترد كثيراً في الأعمال، مثل مزايا ربط الشبكات، والبيانات الضخمة وحتى الخيارات الحقيقية.

الجيد والسيئ والقبیح

إذا قمت بتطبيق إطار عمل قائم على المستخدم، فإن قيمة تلك الشركة تأتي من الجمع بين قيمة المستخدم الحالي وقيمة المستخدم الجديد. مع الاحتفاظ بوضع ثابت فإنك تريد أن تتوافر لديك المقدرة على وضع نموذج عمل يجعل للمستخدم الحالي قيمة مرتفعة جداً مع عدم تحميل تكاليف مرتفعة لإضافة مستخدمين جدد. وفي الواقع، تلك الظاهرتين في العموم لا يمكن جمعهما سوياً، لأن ملامح الأعمال التي تسمح لك بإضافة مستخدمين جدد بتكلفة منخفضة عادة تسمح أيضاً لمنافسيك أن تحذو نفس الحذو. ونتيجة لذلك، فيمكن لمنافسيك تتبع العملاء التابعين لك، مما

يتسبب في انخفاض معدلات التجديد والتدفقات النقدية لكل مستخدم وبالنسبة لهم، قيمة كل مستخدم من المستخدمين الحاليين. وحتى تتمكن من النجاح عند انخفاض كلا من قيمة كل مستخدم والتكلفة مقابل الحصول على المستخدمين الجدد، فإنك تحتاج إلى نموذج لديه الكثير من المستخدمين. وعلى العكس فيمكن لك أن تتعايش مع نموذج "المستخدم الحصري"، حيث تمتلك عدد قليل نسبياً من المستخدمين الذين بدورهم يقدمون قيمة عالية لكل مستخدم وكذلك ارتفاع تكلفة الحصول على المستخدمين، ومع ذلك معظم معدلات النمو الخاصة بك لا بد أن تأتي من عمليات بيع أكثر للمستخدمين الحاليين لديك. ومع ذلك فتوجد مجموعة واحدة، وهي تعتبر مدمرة للقيمة في حالة أن كان لديك مستخدمين حاليين ذو قيمة منخفضة ولكن تكاليف الحصول على مستخدمين جدد تعتبر مرتفعة. يحتوي جدول 7 على جمع قيمة المستخدم الحالي والقيمة لكل مستخدم ونتائج الأعمال:

تكلفة مستخدم جديد: منخفضة	تكلفة مستخدم جديد: مرتفعة	
<p>نجوم القيمة: هي نجوم قيمة أعمال المستخدم ولديهم مزايا تنافسية قوية (والتي تسمح لهم بالحفاظ على تكلفة أقل للحصول على مستخدمين جدد)</p>	<p>أعمال المستخدم الحصري ستلقي الشركات التركيز على الحصول على مستخدمين من ذوي القيمة المرتفعة والحفاظ عليهم والبيع أكثر لهم</p>	<p>قيمة المستخدم الحالي: مرتفعة</p>
<p>تسليح أعمال المستخدم الشركات التي تمتلك معظم المستخدمين ستفوز ويكون لديها أعلى قيمة</p>	<p>كارثية تلك الشركات قد تمتلك العديد من المستخدمين ولكنهم في المقابل يخسرون الأموال باستمرار حتى في حالة نمو تلك الشركات</p>	<p>قيمة المستخدم الحالي: منخفضة</p>

جدول 7: قيمة المستخدم الحالي / تكاليف الحصول على مستخدم جديد

هذا الإطار يعتبر من الأطر المفيدة في فهم كيف يمكن لبعض الشركات القائمة على المستخدم أن تكون مستقلة بذاتها. تلك الشركات يمكن لها الاستفادة من ميزاتهم التنافسية لتخفيض تكاليف الحصول على عملائهم وفي نفس الحين الحفاظ على ارتفاع قيمة العميل. وهذه الفئة تظل استثنائية وليس القاعدة الأساسية.

مزايا ربط الشبكات والبيانات الضخمة

تعتبر استراتيجيات الشركات مولعة بالكلمات المعقدة ونسمع هذه الأيام في شركات التقنية الحديثة عن مزايا ربط الشبكات والفوائد العائدة منها، حيث يصبح من السهل لهذه الشركات أن تنمو كلما كبر حجمها بدلاً من مواجهة المزيد من الصعاب، كما كان الحال مع شركات التقنية القديمة. وفي السياق الخاص بالشركات القائمة على المستخدم، يتجلى ذلك في بعدين قمنا بالقاء الضوء عليهما في الجدول الوارد أدناه من خلال زيادة قيمة المستخدمين الحاليين وخفض تكلفة الحصول على مستخدمين جدد في نفس الوقت.

نسمع على نحو متزايد بشأن احتمالات وجود البيانات الضخمة، وهنا مرة أخرى، يمكن للنموذج القائم على المستخدم بتقديم التفسير حول كيف أن تكون تلك البيانات لصالح بعض الشركات القائمة على المستخدم. هذا ويمكن لهذه الشركات استخدام البيانات التي يتم تحصيلها بمعرفتنا، وغالباً في عملية استخدام منتجاتها، وليس فقط من أجل التعلق بخدماتها (زيادة معدلات التجديد وقيمة المستخدمين الحاليين) ولكن لاستهداف مستخدمين جدد (الحد من تكلفة الحصول على المستخدمين الجدد).

إذا نظرت إلى أكثر الشركات نجاحاً والقائمة على المستخدم أو المشترك الحالي فستكون Google و Facebook و Netflix وربما حتى Amazon في هذه القائمة، حيث يبدو لنا أنهم استخدموا كلا من مزايا ربط الشبكات والبيانات الضخمة على نحو أفضل ربما أكثر من الشركات الأخرى على مدار التاريخ. Google و Facebook لديها حصص سائدة في مجال الإعلانات التجارية على الانترنت وتتزايد تلك الأسهم والحصص كل عام¹¹. وقد تمتعت Netflix بالمقدرة على زيادة مشتركها كل عام بشكل كبير على مدى السنوات الخمس الماضية، حتى اتسع

11 لدى Facebook و Google حصة تبلغ ٦٠٪ من سوق الاعلانات الالكترونية، والتي شكلت ما يقارب ٨٠٪ من النمو في مجال الإعلانات الالكترونية في عام ٢٠١٧.

نطاقها ، ويمكن القول أن البيانات التي تقوم بتجميعها تكون بناء على تفضيلات مشتركيها مما يساعد الشركة على الاتجاه نحو النجومية مع ارتفاع القيمة لكل مشترك حالي وتكاليف منخفضة للحصول على مستخدم.

نماذج الإيرادات

في جزء سابق من هذا المقال، تناولنا ثلاثة نماذج مختلفة للأعمال والتي يمكن تطبيقها من قبل الشركات القائمة على المستخدم والقائمة على المشترك: النماذج القائمة على الإعلانات والمعاملات والاشتراك. حتى يمكن فهم الطريقة التي تؤثر تلك النماذج على القيمة، دعنا نرى كيف تختلف تأثيرها على محركات القيمة الرئيسية في الجدول (٨):

محرك القيمة	الاشتراك	المعاملة	الإعلانات
تشبث المستخدم (عمر المستخدم ومدى احتمالية التجديد)	مرتفع (حياة مترفه ومدى احتمالية التجديد)	متوسطة (حياة متوسطة ومدى احتمالية التجديد)	منخفضة (حياة منخفضة ومدى احتمالية التجديد)
التنبؤ بالإيرادات لكل مستخدم (معدل الخصم)	مرتفع (معدل خصم منخفض)	التنبؤ منخفض (معدل خصم مرتفع)	متوسط (متوسط معدل الخصم)
الإيرادات وفقا لنمو المستخدم (معدل النمو السنوي)	منخفض (معدل نمو منخفض في الإيرادات / المستخدم)	منخفض (معدل نمو منخفض في الإيرادات / المستخدم)	متوسط (معدل نمو متوسط في الإيرادات / المستخدم)
معدل النمو في المستخدمين (معدل نمو سنوي مركب في # المستخدمين)	منخفض (معدل نمو سنوي مركب منخفض في # المستخدمين)	متوسط (معدل نمو سنوي مركب متوسط في # المستخدمين)	مرتفع (معدل نمو سنوي مركب مرتفع في # المستخدمين)
تكلفة إضافة مستخدمين جدد (تكلفة / مستخدم جديد)	مرتفع (تكلفة مرتفعة / مستخدم جديد)	متوسط (تكلفة متوسطة / مستخدم جديد)	منخفض (تكلفة منخفضة / مستخدم جديد)

جدول 8: نماذج إيرادات المستخدم أو المشترك

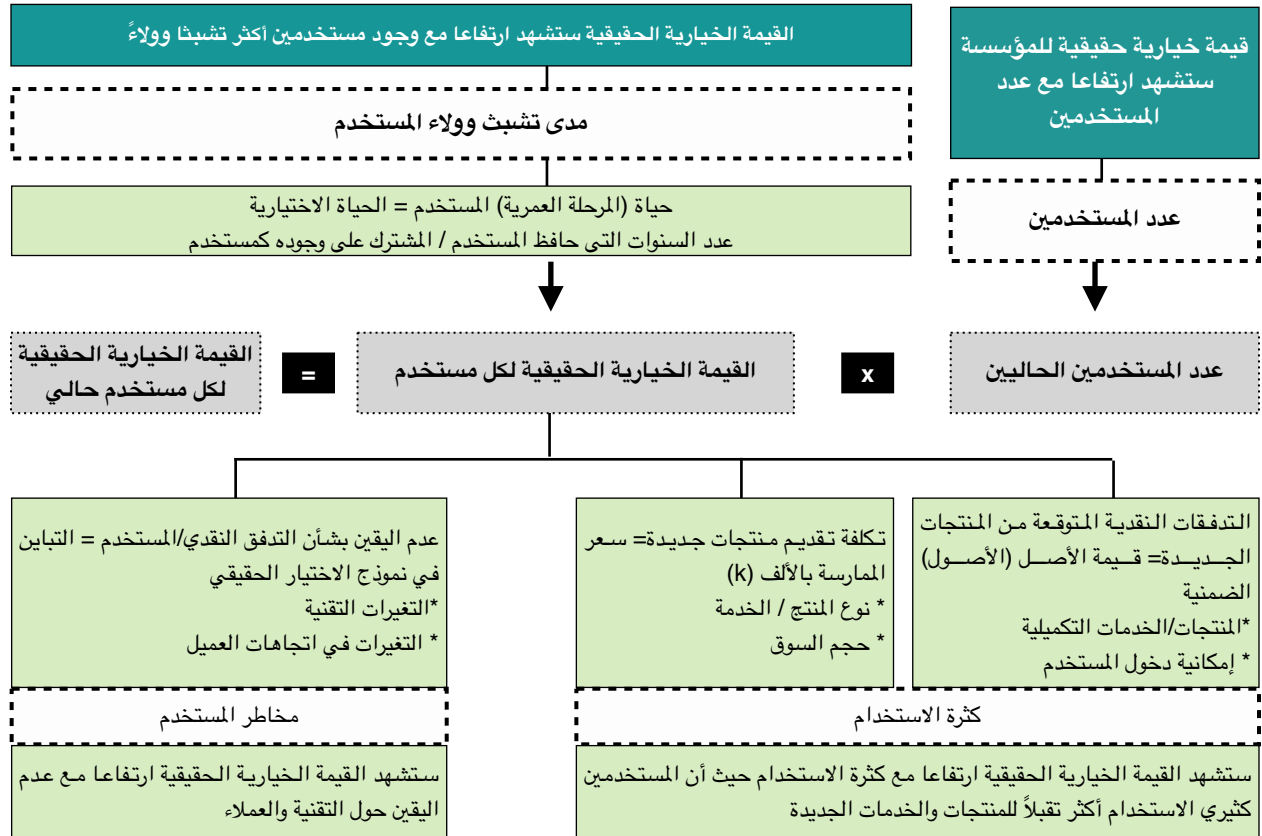
النموذج القائم على الإعلانات من شأنه الإسراع من معدل نمو المؤسسة في السنوات الأولى لها ويعمل النموذج القائم على الاشتراك على تحقيق معدل نمو مستقر، ونجد

أن النموذج القائم على المعاملة لديه الإمكانية من بين الثلاث نماذج على نمو الإيرادات من المستخدمين الحاليين.

الاقتراح الرابع لقيمة المستخدم: نموذج الإيرادات الأمثل سيختلف من مؤسسة لأخرى معتمداً في ذلك على مكان تواجدهم في دورة الحياة والمنتج أو الخدمة المعروضة وما إذا كانت تلك النماذج تركز على نمو المستخدم أو نمو الإيرادات أو استدامة الإيرادات.

الخيارات الحقيقية

هل الشركة التي لديها قاعدة ضخمة من العملاء المخلصين لديها خيارات (تؤدي إلى إضافة علاوة إلى قيمتها)؟ في حين أنه من الصعب تقييم الخيارات الحقيقية، ويمكن أن يوجهنا التركيز على المستخدم في هذا السياق كما يوضحه الشكل (٢٢).



الشكل (٢٢): الخيار في قاعدة المستخدم

تنتج قيمة الخيار الحقيقي من الحصرية وبمدى تشبث المستخدمين لديك بالخدمة وكثافة المستخدمين وكذلك قاعدة العملاء التي يمكنك استخدامها في تجربة المنتجات والخدمات الأخرى حيث ترتفع القيمة بعدد المستخدمين.

الاقتراح الخامس لقيمة المستخدم: القيمة الخيارية من قاعدة المستخدم ستشهد ارتفاعاً هائلاً في المؤسسات التي تمتلك مستخدمين متشبثين بالخدمة وكثافة في المستخدمين في الشركات التي ليس لديها مستقبل يمكن التنبؤ به نظراً للتغيرات في المنتج / الخدمة والتقنية وتوجهات العميل.

وحتى نفهم كيف أن النقاش حول الخيارات الحقيقية من شأنه أن يؤثر بدوره مع وجود الشركة القائمة على المستخدم ودراسة الـ Facebook و Amazon Prime كمثال. بالنسبة لـ Facebook فليها 2.2 مليار مستخدم من ذوي الكثافة ولكنها حالياً تحقق معظم إيراداتها من الإعلانات. ومع ذلك نأخذ في الاعتبار أن مستخدمي الـ Facebook في النظام الأيكولوجي لأكثر من ساعة يومياً مع النظر في الاحتمالات. هذا ويمكن أن يبيع الـ Facebook عروضاً للتسوية أو يعرض منتجات وخدمات للبيع بالتجزئة ، في حالة اعتقاد الشركة باحتمال تحقيق الربح. مع Amazon Prime ، فإن احتمال تصاعد عدد الأعضاء عن 100 مليون عضو في Prime ممن كان ولائهم لـ Amazon بناءً على التفاعلات المتعددة في السابق معها وذلك يخضع لرهن إشارة الشركة والتي تمتلك جيشاً لإعادة توزيع تطبيقات Amazon غالباً في أي مجال من مجالات العمل التي تختار استهدافها ويتم السداد من خلال عملية باي بال (Paypal) إلى CVS في وصفات الأدوية. وعلى النقيض ، يجب أن نناقش نموذج Netflix والذي لديها احتمالية للصعود أقل من غيرها من حيث المنتجات والخدمات الأخرى التي يمكن للشركة بيعها للمشاركين.

تسعير المستخدمين والمشاركين والأعضاء

الكثير من التحليلات المالية والاستثمارية استندت إلى التسعير وليس القيمة الذاتية ومع مقارنة المحللين للأسعار النموذجية أو المتعددة على مستوى الشركات وذلك في مجموعة من الشركات المناظرة لتحديد أيهما رخيصة أو مكلفة على أسس نسبية. وحيث أن العديد من تلك المقارنات تم تنفيذها على مستوى الشركات الربحية القائمة، فلا يجب ان نتفاجأ أن معظم المضاعفات الشائعة المستخدمة تمت وفقا لسعر السوق (سواء قيمة حقوق الملكية أو قيمة المنشأة) كمضاعف للأرباح (PE و قيمة المنشأة مقابل الأرباح قبل الفوائد والضرائب) والتدفقات النقدية (قيمة المنشأة مقابل الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإهلاك الدين) أو القيمة الدفترية. مع الشركات الناشئة، وتقارير الخسارة، فإن التراجع يكون في مضاعفات الإيراد بوجه عام ولكن عند التحدث عن الشركة بشكل رئيسي فهي تمتلك العديد من المستخدمين أو المشاركين ولكن القليل من حيث الإيرادات أو الأرباح، حيث لن نتفاجأ من بدء المحللين في تقييم السوق تدريجيا مقابل عدد المستخدمين أو المشاركين لإصدار أحكامهم الخاصة بالاستثمار.

التسعير المبدئي

في حين لا يوجد ما يعتبر خطأ في عالم التسعير وذلك من خلال مقارنة السعر أو المستخدم أو قيمة المنشأة أو المشترك على مستوى الشركات، يجب أن تقدم لنا مناقشاتنا حول محركات قيمة الشركات القائمة على المستخدم نظرة واضحة للأساليب المضللة في حساب السعر وفقا لعدد المستخدمين. وفيما مثالين على ذلك:

- معدل نمو المستخدم: كافة الاعداد الأساسية للمستخدمين تقسم قيمة السوق الحالية على عدد المستخدمين الحاليين. ولكن قد تعكس قيمة السوق ليس فقط المستخدمين الحاليين ولكن أيضا المستخدمين الجدد الذي يتوقع السوق أن تحصل عليهم الشركة في السنوات المقبلة. مع ثبات

بقية العوامل، يجب أن نتوقع للشركات معدل نمو أقل في عدد المستخدمين في المستقبل ليتم تداولهم بمضاعفات أقل من قاعدة المستخدم الحالية.

- كثافة / مشاركة المستخدم: ليس كافة المستخدمين الحاليين متشابهين من حيث القيمة المضافة. الشركة التي لديها كثافة أكثر في المستخدمين والتي من شأنها تحقيق إيرادات أكثر من ضرورة تداولها بأعلى سعر لكل مستخدم وذلك عن مثيلاتها من الشركات التي لا تتمتع بكثافة كبيرة في مستخدميها.

وفي جزء سابق من هذا الفصل، أشرنا إلى نماذج إيرادات مختلفة وهي تتراوح ما بين إعلانات إلى اشتراكات إلى معاملات وكيف أن كل نموذج من نماذج الإيرادات ينتج عنه تجميع مختلف من إيرادات ومخاطر ومعدل نمو المستخدم. في حالة مقارنة الشركات القائمة على المستخدم والتي لديها نماذج إيرادات مختلفة مع الشركات المناظرة، يجب أن تتوخى الحذر حول الشركات القائمة على السعر بشكل بحت أو قيمة المنشأة وفقا لكل مستخدم.

مراقبة عمليات التسعير

من إحدى المزايا الإضافية الناشئة في عملية تقييم المستخدم، هي تقديم إطار عمل لتقييم سبب اختلاف قيم المستخدمين على مستوى الشركات. ولذلك يمكن إضافة لا تقدر بثمن لتحليل التسعير، حيث يمكن مراقبة الاختلافات في التسعير على مستوى الشركات بدلا من مقارنة السعر لكل مستخدم، وذلك باستخدام أسعار افتراضية لقياس المتغيرات التي يجب أن تؤدي إلى اختلاف التسعير. ويلخص الجدول (٩) تلك المتغيرات، والتي تستند إلى حد كبير على إطار القيمة في القسم الأخير، وماذا يمكن أن تستخدم لقياس هذه المتغيرات. (لاحظ أن السعر لكل مستخدم في هذا الجدول يشير إلى القيمة السوقية للشركة مقسوما على عدد المستخدمين وهو مقياس التسعير).

المتغير	الآثار المترتبة على التسعير	المعلومات الافتراضية
تشبث المستخدم بالخدمة (الفترة العمرية ومعدل التجديد)	المستخدمين الأكثر تشبثًا بالخدمة -> أعلى السعر/ المستخدم	معدلات تجديد المستخدم
كثافة المستخدم (التدفقات النقدية الحالية)	المستخدمين الأكثر كثافة -> أعلى السعر/ المستخدم	الفترة الزمنية للمستخدم / استخدام التطبيق
اهتمام المستخدم (النمو في التدفق النقدي)	المستخدمين الأكثر اهتمامًا -> أعلى السعر/ المستخدم	عدد وقيمة المعاملات / المستخدم و نموذج الإيرادات
مخاطر المستخدم (عدم اليقين من التدفق النقدي)	زيادة معدل عدم اليقين -> أقل السعر/ المستخدم	نموذج الإيرادات (نماذج الاشتراك أقل خطورة من نماذج المعاملة)
تكلفة إضافة مستخدم جديد	تكلفة أعلى -> سعر أقل / مستخدم	تكلفة إضافة مستخدم جديد
النمو في عدد المستخدمين الجدد	معدل نمو المستخدم على نحو مرتفع -> أعلى السعر/ المستخدم	عدد المستخدمين الجدد المضافين
أعباء الشركات	ارتفاع معدل الأعباء -> عدم اليقين من التأثير على السعر / المستخدم (القيمة أعلى من النمو ولكن معدل المخاطر مرتفع)	تكاليف الشركة الغير مرتبطة بالمستخدمين كنسبة مئوية من التكلفة الاجمالية

الجدول (٩): الآثار المترتبة على تسعير العضو

باستخدام هذا الجدول، يمكنك أن تلقي نظرة سريعة حول سبب ارتفاع السعر لكل مستخدم في ال Facebook بكثير عن سعر كل مستخدم في Twitter لأن الأول كان لديه الكثير من المستخدمين المخلصين ومن ذوي الكثافة وما سبب انخفاض السعر لكل مستخدم في Blue Apron عندما حصلت شركة ال Amazon على شركة Whole Food كما قام المستثمرون بإعادة تقييم نمو المستخدمين وتكاليفهم في الشركة حيث أصبحت شركة Amazon هي الشركة المنافسه. ونرجع مرة اخرى ، بأن من الممكن ان تأخذ المسألة مع حقيقة ان التسعير الصحيح يتطلب منك ان يكون لديك معلومات حول خصائص المستخدم سواء غير متاح او متاح بشكل غير مستمر. منظورنا هو، إذا كنت محلاً أو مستثمراً، هذه هي المؤشرات التي يجب ان تسأل المديرين بشأنها واذا كنت منظم او من احدى مُعدي القواعد المحاسبية هذا هو

نوع المعلومات التي يجب أن تكون جزءاً من الكشف بشكل معن عن كل شركة من الشركات القائمة على المستخدم.

تطبيق (٤): تسعير Spotify

في مارس 2018، أعلنت Spotify أنها أصبحت شركة مدرجة بالبورصة . وقد تصارع المحللون و المستثمرون حول وضع أفضل سعر للشركة بسرعة فتقاربت علي خيارين:

* شركات المقارنة: اعطت نموذج عمل ل Spotify لبث الموسيقى للمشاركين و تحصيل كل من اقساط الاشتراك و عائدات الاعلانات (من خلال المشترك المجاني)، الشركتين كانت تتبع القطاع العام و لهما نفس نموذج العمل حيث كانت Pandora شركة بث صوت اخرى و Netflix

*مقاييس متغيرة: اعطت ال Spotify و Pandora إمكانية الإبلاغ عن خسائر التشغيل و كان لدى المحللين ثلاث خيارات عندما تعلق الامر بمقاييس التسعير: الإيرادات و الارباح الاجمالية وعدد المشاركين و جدول 10 يلخص قيمة كل من هذه الشركات الثلاثة في مارس 2018:

جدول (١٠): الأعداد الرئيسية لكل من Spotify و Pandora و Netflix

الارباح الاجمالية (ملايين دولار)	نسبة مئوية من الاعلانات	الايادات (ملايين دولار)	#مستخدمين (ملايين)	#مستخدمين (ملايين)	قيمة المشروع (مليون دولار امريكي)	
500 دولار	73.28%	1,467 دولار	5.50	74.70	1,135 دولار	Pandora
4,033 دولار	0%	11,693 دولار	118.00	117.60	137,462 دولار	Netflix
1,048 دولار	10.17%	5,049 دولار	71.00	159.00	لا ينطبق	Spotify

في جدول (١١): نستخدم قيمة Pandora وNetflix السوقية لاستنتاج مقاييس التسعير لهذه الأسئلة و استخدام مقاييس التسعير لاستنتاج الاسعار المنسوبة الي Spotify:

جدول (١١) : مقاييس التسعير- مقاييس Spotify

تسعير Spotify			التسعير المتعدد		
الإيرادات	المستخدمين	الأرباح الإجمالية	قيمة المشروع الأرباح الإجمالية	قيمة المشروع الإيرادات	قيمة المشروع المستخدم
3,906 دولار	2,416 دولار	2,379	2.27	0.77	15.19
59,356 دولار	185,224 دولار	35,720 دولار	34.08	11.76	1164.93

إن تطبيق قيمة المنشأة لدى Netflix لكل مستخدم من 1165 دولار مقابل 159 مليون مستخدم ينتج عنها تقييم مرتفع لمستخدمين Spotify بصورة غير طبيعية تبلغ قدرها 185.2 مليار دولار لأصول التشغيل الخاصة بها.

حتى ولو تم التطبيق فقط علي 71 مليون من مستخدمي Spotify المتميزين فلا تزال تحصل ما يقرب من 88 مليار دولار. باستخدام التحليل في جدول (٩) لقد قمنا بالمناقشة حول ان مؤسسة Netflix بحاجة الي تعديل قيمة انخفاض المستخدم ليعكس حقيقة ان محتوى تكاليف Spotify ذات صلة بالمستخدم و متغيرة مع تخفيض قيمة المستخدم كما هو موضح في جدول (٦). في هذا الجدول نُقيم مشترك Spotify (108.65 دولار) حوالي خمس القيمة التي نمنحها للمشارك في Netflix (508.89 دولار). عند تطبيق هذا التعديل لـ Spotify نجد التالي :

تسعير الاصول التشغيلية لـ Spotify = $1164.93 * 71$ * دولار
(508.89\108.65)= 17,659 مليون دولار. هناك تعديلات اضافية يمكنك القيام بها

لارتفاع معدل النمو فى Spotify وانخفاض تكلفة الشركات لكنها ستكون صغيرة نسبيا.

تطبيق مقاييس تسعير الـ Pandora لمستخدمين Spotify ينتج عدد منخفض بصورة غير طبيعية ولكن هذا بسبب في حين انهم يبدو متشابهين سطحيا , لديهم اختلافات كثيرة فى نماذج العمل. تنتج شركة Pandora 73% من إيراداتها من خلال الاعلانات حيث يسد اقل من 10% من مشتركها الرسوم. ليس من الغريب ان قيمة المنشأة لكل مستخدم اقل بكثير من Spotify وأي مقارنات أخرى تصبح موضع نقاش.

الاختلافات بين Pandora و Spotify و Netflix كانت كبيرة ولكن ذلك لم يمنع التسعير المحلي في الأسواق المالية. يجب الإشارة إلى ارتكاب الأخطاء سواء من المستثمرون الذين اتجهوا للاستثمار في Spotify قاموا بتعزيز نشاطهم مقارنة بـ Netflix لأنها بررت ذلك بدفع سعر أعلى لأسهم Spotify. وكذلك المستثمرون الذين اتجهوا إلى استخدام مقارنة Pandora لاستعادة المزايم بأن Spotify ليس من الشركات ذات القيمة المرتفعة.

لا نلومك إذا كنت تشك في مصداقية الافتراضات المستخدمة في هذا المقال لتقييم الشركات القائمة على المستخدمين والمشاركين. في حين أننا نشارك الرأي حول الأرقام والبيانات المستخدمة ونرى بأن الإشارة إليها قد تدفع الشركات التي تستخدم المشاركين والمستخدمين إلى توفير المزيد من المعلومات عنها لتقديم تقييم أكثر دقة. بعض الشركات مثل Overstock و Sirius XM و Dish Network توفر بالفعل المزيد من التفاصيل حول قواعد المشاركين والمستخدمين وقد حان الوقت بأن نضع الشركات الأخرى تحت الضغط لتتبع الشركات الرائدة. إذا كنت من أصحاب رأس المال الاستثماري أو مستثمر يطلب منك وضع أموالك في شركة قائمة على المستخدم أو المشترك فلديك القدرة على طلب هذه المعلومات قبل أن تقوم بالاستثمار. في الملحق (١)، قمنا بتطوير قائمة أولية من الأسئلة حيث وضعت باستخدام الإطار الوارد في هذا المقال، التي قد ترغب في الحصول على إجابات عليها. وإذا كنت مستثمراً في شركة متداولة علناً، فليس لديك نفس القوة كالشركات التي يمتلكها أصحاب رؤوس الأموال لاستخراج المعلومات من المدراء. في الوقت نفسه، نعتقد أن متطلبات الإفصاح عن المعلومات للشركات القائمة على المستخدمين والمشاركين يجب أن تطلب من الشركات تقديم إجابات على الأسئلة الواردة في الملحق (١) كجزء من بياناتها المالية.

حتى لو تمكنت من الوصول إلى البيانات على مستوى المستخدم، فلا يجب أن تعتمد في قرارات الاستثمار على تقييم قائم على المستخدم فقط بل يجب التحقق من التقييم بطريقة أخرى مثل التقييم من أعلى لأسفل كما فعلنا مع شركة Uber. وإذا كانت القيم التي تحصل عليها مختلفة تماماً، فيجب عليك محاولة حصر المدخلات المسببة والنظر في أي أسلوب لديه افتراضات معقولة للمستقبل.

في هذا المقال، نظرنا في التقييم الجزأ الذي يقوم بتقييم الشركات في أجزاء. وهو يستخدم غالباً في تقييم الأقسام أو الشركات الفردية متعددة الأنشطة والشركات العالمية، وقد نظرنا إلى المستخدمين والمشاركين والشركات القائمة على العملاء حيث كان التركيز في كل من عملية التقييم والتسعير على المستخدمين. وناقشنا أن نماذج التقييم الذاتية يمكن تكييفها لتطبق على كل من المستخدمين الحاليين والجدد في الشركة ومن خلال هذه القيم يمكن استخراج قيمة الشركة. كما قمنا بعد ذلك باستخدام نماذج التقييم تلك لاستعراض كيفية تسعير المستخدمين في الشركات، مع سرد المتغيرات التي قد تتسبب في اختلاف السعر بين الشركات.

السؤال	التقدير
1- كم عدد المستخدمين \المشاركين لديك اليوم؟	الرقم الأساسي للعدد
2- كم عدد المستخدمين \المشاركين في الخدمة لديك منذ عام؟ كم عدد هؤلاء المستخدمين \المشاركين الذين ما زالوا في الخدمة؟ (إذا كانت بيانات المستخدم متاحة على أساس ربع سنوي أو شهري، تعتبر أفضل)	زيادة المستخدم ومعدل التجديد
3- ما هو الجزء المبني على التقنية في خدمتك و ما هي طبيعة هذه التقنية؟ أو إلى أي مدى خدمتك مبنية على التقنية؟	حياة المستخدم
4- ما هو نموذج الإيرادات الذي تملكه لجنى المال من المستخدمين \المشاركين؟ (الاعلان و المعاملة و الاشتراك او النموذج المختلط)	النمو والمخاطر (تكلفة رأس المال)
5- إلى أي مدى حققت أرباحاً في آخر اثني عشر شهراً؟	الإيرادات \المشارك
6- هل هناك منافسين؟ ما هي درجة المبيعات التنافسية لديك؟	معدل التجديد ونمو الإيرادات \المشارك
7- ما المبلغ الذي تمتلكه كنفقات تشغيل في الاثني عشر شهراً الماضية؟	الربح \الخسارة الاجمالية ومخاطر البقاء
8- ما هو مبلغ النفقات التشغيلية المرتبطة بخدمة المستخدمين الحاليين؟ ما هي النسبة الثابتة؟	قيمة المشارك الحالي
9- كم من هذه النفقات التشغيلية مرتبطة بالحصول على مستخدمين جدد؟	تكلفة الحصول على مستخدم جديد
10- كم من هذه النفقات التشغيلية لا تتعلق بالمستخدمين الحاليين أو الجدد؟ ما هي احتمالات وفورات الحجم؟	تكلفة أعباء الشركة
11- عندما زاد حجم المنشأة، هل أصبح من الأسهل أو من الصعب إضافة مستخدمين جدد؟	مزايا التواصل
12- ما هي المنتجات أو الخدمات الأخرى التي يمكنك تسويقها للمستخدم الأساسي لديك، إن وجدت؟	خيارات حقيقية