

推特上市：估值几何？

2013年11月13日



推特（Twitter）的230多万活跃用户每天发送约500万条（每条不超过140个字符）推文，内容保罗万象，从当地餐馆的特色菜，到世界各地的政治、社会问题等。但是，所有这些信息的真实财务价值，以及推特是否可以把它变成一个强大的、可持续的收入来源，自2006年成立以来，这个问题一直困扰着该公司。

十月底，该公司公开上市，这一天对于推特来说，简直算的上是某种审判日。其他几家资深的社交网络公司，如Facebook、Groupon和Zynga，它们的首次公开上市当时都十分高调，但结果却是问题百出。推特这次步它们的后尘，心里也是捏着一把汗。即使这次推特能一炮打响，但长期看来，这会是明智之举吗？沃顿商学院的专家们意见不一。他们指出，虽然高科技企业具有巨大的优势比如拥有强大的用户基础，但它们也具有一些潜在的劣势。

在推特首次公开募股前的几个星期，沃顿商学院金融学教授卢克·泰勒（Luke Taylor）曾在他的课上要求学生自己分析，得出一个该公司的公允估值。三分之二的学生认为，预计公司的首次公开发行价格应该为每股23美元到25美元之间。[编者注：据今天早些时候新闻报道，推特已经将发行价格设置为每股26美元。]

泰勒指出，在他的161名学生当中，13%的学生认为，推特的价格应该是在23美元和25美元之间，而53%的人表示估计应该在25美元以上。综合考虑所有学生的分析，平均股价应为每股27.44美元，中位数应为25.99美元。工商管理硕士和本科生的估计很接近，分别是25.99美元和25.60美元每股。

泰勒表示：“推特每股25美元的价格是一个很好的投资”。这表现出他对学生的分析结果抱有信心。他通过他的经纪公司，以23至25美元每股的价额购买了400股推特股票，总成本估计为10,000美元。

推特是最后一个公开上市的巨型社交网络公司。推特将在纽约证券交易所隆重上市，股票代码为“TWTR”。该公司最初设定的价格范围为17至20美元每股，但由于需求量大，将价格上调至23美元至25美元每股。然而，最终推特公司决定将发行规模从7000万股，通过超额配售扩大至1亿零500万股。推特提前一天停止了认购。预计将在周三早些时候确立首发价。

沃顿商学院管理学教授拉菲·阿密特（Raphael (Raffi) Amit）表示，推特的首次公开募股，是在投资者的热情高涨的背景下进行的。他表示：“目前的首次公开募股市场很火”，他还指出，今年第三季度，有25家公司上市，是2012年同期的两倍还多。他还补充道，其驱动因

素包括，较低的利率、投资者追求更高的回报率、以及投资者对经济及前景的更大信心。

他认为，与当年网络公司如火如荼的情况不同，目前的市场并不是一个高科技泡沫。据全国风险投资协会的数据显示，在1999年和2000年，当时在风投的支持下，有280到238家公司上市，相比之下，今天的首次公开募股，还是很显逊色。另外，阿密特还指出，这些由风险资本家支持的拟上市公司的中位数估值，并不“大大高于”历史数据。他还表示，在2013年上半年，中位数为3亿美元，去年是3.62亿美元。在2008至2011年期间，估值为2.38亿美元至3.83亿美元不等。

与其说是科学，不如说是艺术

泰勒的学生对推特的估值为5亿美元至330.7亿美元不等，如此大的差距，说明对于一个没有盈利历史数据，而商业模式在很大程度上又尚未被证实的公司来说，要想对其估价，是一件多么困难的事情。泰勒表示：“这是一门艺术，不是一门科学。因为即使你想要预测五年的收入，都非常困难。”

泰勒是几个星期前就给他的学生布置了作业，因为推特是这个星期才提高其首发价格范围的，所以他的学生也没机会修正他们的作业报告。泰勒要求学生预测推特的五年收入、利润率和现金流量，并找到具有可比性的公司，在这些公司的基础上进行估值。学生们被分为了40余个小组。

一名21岁的大学四年级学生Abhijeeth Ramesh预测，推特的企业价值是149亿美元，每股27.35美元。他和他的队友Aditi Abrol把Facebook, LinkedIn, 谷歌和雅虎看作是与推特最接近的公司，并在此基础上预测推特的表现和财务情况。具体来说，他们以Facebook和LinkedIn上市后的早期表现，来预测推特公司上市后的初期表现。Ramesh和Abrol的也参考了谷歌和雅虎，这两个公司是成熟的大公司，而且在很大程度上依赖于广告。这两个学生认为，这两个老牌企业的利润率，可以用来建模分析推特公司在稳定以后，将来的表现会是个什么样子。

Ramesh和Abrol预测，推特的年收入增长率将会稳步下降，从2013年的88%，下降到2018年的17%。他们还预测，推特公司的营业利润将在2015年由负数转为正数，到2018年，自由现金流也将走出赤字。Ramesh表示：“我们的基本方法是比较保守的。”他指出，这也是一种稳妥的方法，因为推特并没有披露其广告方面的数据，比如其平台上有多少用户、客户的流失率是多少等等。广告是驱动收入增长的核心因素，所以这方面的数据是建模预测的关键。Ramesh还指出：“这是最关键信息，而推特却没有提供。”

这两个学生给予了推特公司一个“买入”评级，因为其首发价格区间低于其公允价值（27.35美元）。但Ramesh表示，他不会购买该公司新发的股票。他指出：“我会很谨慎，直到推特透露更多的关于他们收入模式的信息”。他还补充说，他预计推特的股价在交易的第一天就上涨，但最终在未来几个月内向下浮动。

一个不确定的路径

沃顿商学院市场营销学教授皮纳•伊尔迪里姆（Pinar Yildirim）表示，不明朗的盈利途径是许多科技公司的一个问题。她指出：“许多高科技企业在很短的时间内就拥有很高的知名度和庞大的用户群，用于获利的机会却很少。他们往往只是有人气，但不一定盈利。”伊尔迪里姆指出，社交媒体公司所面临的挑战尤其在于，他们越是想利用他们庞大的用户基础来赚钱，用户的反感情绪就越大。比如用户发现网络堵塞、广告繁多，或是自己的帖子被用来搞宣传等等，就会十分反感。但是，许多这些企业都十分依靠广告，但它们都无区别地把这些广告仅仅看做是接触目标客户的手段。

对于沃顿商学院MBA交换学生Alec McCullie而言，在评估推特公司时，最艰难的挑战是找到稳定的、具有可比性的公司。社交网络公司的数量不多，而且每个公司都有各自不同的特点，往往差距巨大。他和他的团队对推特的估价在140亿美元到212亿美元之间。McCullie表示：“股价在25美元至29美元之间还是比较合理的。从人们获得信息的角度来看，推特公司可能会成为下一个谷歌。”他对推特公司和新型的社交媒体行业还是抱积极态度的。

沃顿商学院的一个本科生Tingyan Jia表示，对于他和他的团队来说，最困难的部分是预测市场规模。他指出：“对于任何估值来说，市场规模都至关重要。但是对于像推特这样的高速成长的高科技公司而言，市场规模的预测尤其困难。”与McCullie观点类似，Jia表示，很难找到一家与推特公司具有很大可比性的公司。由于社交网络公司影响广泛，所以具有很强的规模经济效应，这就使小公司无法生存，但社交网络公司的市值却不大，比Facebook和谷歌要小得多。最后，他的团队决定使用Facebook，LinkedIn，谷歌和雅虎作为与Twitter最接近的参考公司，其他团队也是这么做的。Jia的团队对推特公司的估值为135亿美元，每股24.75美元。

学生们指出，对推特之类的社交媒体公司进行估值是很困难的，因为它在很大程度上取决于基本假设，这些假设可能会相差很大。对于推特的投资者而言，另一个担心是，推特的上市，能否避免像Facebook上市那样的惨败。伊尔迪里姆表示：“投资者在作出预期时，可能会更加小心。但推特公司看起来肯定是很有前途的，因为它还没有充分挖掘自己的潜力。”