



VALORACION DE EMPRESAS DE INTERNET

«Invertir en acciones de Internet es como jugar a la lotería.»

Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal

«Es posible que dentro de 10 ó 20 años, al pensar en este período, lo hagamos igual que ahora pensamos en la Revolución Industrial.»

Henry Blodgett, analista, Merrill Lynch

«Ningún mercado de la historia ha seguido subiendo sin límites... La bola de nieve debe pararse en alguna parte. Al final, las grandes empresas de Internet deberán convertir todo este dinero de mentira en ganancias de verdad, o de lo contrario sus cotizaciones se colapsarán.»

Jeremy Siegel, profesor de Finanzas, Wharton School

«Internet es más que un simple sector económico. Es una revolución en las comunicaciones y el comercio. Como se mueve tan deprisa, muchos inversores sencillamente subestiman el poder transformador de Internet.»

David Alger, director general, Fred Alger Management

«La gente viene continuamente y dice: “Lo último que quiero es ser rentable, porque entonces no conseguiría la valoración de una empresa de Internet”.»

Sandy Miller, codirectora de banca de inversiones, Thomas Weisel Partners

Nota técnica preparada por el profesor Javier Estrada y Brian Blakely (MBA-99). Septiembre de 1999.
Asistencia de investigación proporcionada por Ana Cirera.
Copyright © 1999, IESE.

Para pedir otras copias de este documento o un documento original para reproducirlo, llame al 34 3 2536558, envíe un fax al 34 3 2534497, escriba a IESE-PUBLISHING, Avda. Pearson 21, 08034-Barcelona, España, o consulte <http://www.iese.com>

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Ultima edición: 12/1/05

El ascenso de Kirstin Gibbs en su empresa fue inigualable. Después de su recomendación de compra la fría mañana del 2 de enero de 1997, la empresa había invertido 5 millones de dólares en acciones de Coca-Cola, que a finales de año se vendieron con unos beneficios de casi el 30%. Durante 1997 y 1998 continuaron las recomendaciones de compra y de venta justo en el momento oportuno, pero la modestia de Kirstin impidió que se diera publicidad a estos hechos. Sin embargo, entre los analistas circulaban rumores de su habilidad para escoger acciones, y sobre su escritorio había varias ofertas esperando. Aunque no era una elección fácil, Kirstin decidió que la oferta de una empresa con sede en Minnesota, el estado que había elegido recientemente a Jesse Ventura (antiguo luchador y actor de cine ocasional) como gobernador, era la mejor. Pero en su último día de trabajo en Chicago, una inesperada sorpresa pondría a prueba su habilidad al máximo.

El mensaje de correo electrónico decía: «Kir, ya sé que nos dejas, pero, por favor, ayúdame antes de irte. Se supone que tengo que informar a un cliente acerca de las escandalosas valoraciones de las acciones de Internet. Yo no sé ni por dónde empezar, y recuerdo que tú y tu buen amigo Jack estabais preparando un informe sobre este tema para vuestros clientes. *Por favor*, ¿me podrías enviar una copia? ¡Gracias! Amy».

La nota significaba malas noticias. Kirstin esperaba tener un último día tranquilo, porque estaba preparando un viaje de seis meses a Inglaterra, para pasar allí una temporada antes de trasladarse a Minnesota. Para colmo, mientras ella se relajaba montando a caballo, el pobre Jack había hecho todo el trabajo sobre la valoración de las cotizaciones de las acciones de Internet. «Sólo puedo ayudar a la pequeña Amy si Jack me vuelve a sacar del atolladero», pensó, y cogió el teléfono.

I. El informe

Como era habitual, el informe de Jack estaba muy bien organizado y constaba de cuatro secciones principales: una que recopilaba varios hechos sorprendentes sobre la valoración de las empresas de Internet; otra que analizaba brevemente la oferta y la demanda de acciones de Internet; otra que resumía algunos métodos de valoración; y la cuarta que intentaba encontrarle sentido a toda aquella locura (esta última sección aún estaba muy incompleta). El informe terminaba con un apéndice con varias tablas. Las cuatro secciones y el apéndice se reproducen más adelante. Se han omitido la sección introductoria y la de las conclusiones, en las que Jack aún estaba trabajando.

1) *Algunos datos interesantes*

Intentar encontrar el sentido a cualquier cifra relacionada con la valoración de empresas de Internet puede ser todo un reto, incluso para el equipo de «Misión imposible». Evidentemente, este informe no pretende llevar a cabo una tarea tan abrumadora, sino que se parece más a un mapa para guiar al lector a través de la locura de invertir en acciones de Internet.

Sólo a título de advertencia sobre el tema, consideremos unos cuantos datos que se indican a continuación. Pero hay un primer aviso importante: por desgracia, sabemos que entre el momento de empezar a redactar este informe y el momento de terminarlo, algunas de las cifras que contiene habrán cambiado significativamente. Nuestro consuelo: entre el momento en que empiece a leer este informe y el momento en que termine de hacerlo, también habrán cambiado significativamente muchas de las cifras. Por tanto, ahí van los datos:

- La rentabilidad media de las empresas de Internet incluidas en los Anexos 1, 2 y 3 era del 8,23% *al mes*, cinco veces superior a la rentabilidad mensual media del 1,50% del S&P500. La desviación estándar media de las mismas empresas era del 29,80% *al mes*, ocho veces superior a la volatilidad mensual del S&P500.
- Como muestran los Anexos 4 y 5, 100 dólares invertidos en el S&P500 a finales de julio de 1994 se habrían convertido en 295 dólares (con los dividendos reinvertidos) a finales de 1998. Los mismos 100 dólares invertidos en el mismo momento en el índice de Internet Goldman Sachs se habrían convertido, también a finales de 1998, en 2.526; es decir, habrían aumentado casi nueve veces más.
- En abril de 1999, la valoración total de las empresas de Internet estaba en los 2 billones de dólares. Esto representa aproximadamente el 20% del valor de toda la renta variable de Estados Unidos, el 75% del valor de toda la renta variable japonesa y sólo un poco menos de toda la capitalización bursátil del Reino Unido.
- A principios de abril de 1999, AOL tenía un valor de aproximado de 151.000 millones de dólares, lo que la convertía en la empresa número doce entre las más importantes de Estados Unidos, mayor que Coca-Cola (150.000 millones) y casi tres veces mayor que General Motors (56.000 millones). Su ratio precio/beneficio –PER– de 535 era más de 15 veces superior al del mercado (35).
- Cuando theglobe.com salió a bolsa el 11 de noviembre de 1998, la cotización de sus acciones se disparó más del 600% durante la primera jornada de contratación. Como muestra el Anexo 6, varias nuevas empresas de Internet se encontraron con que su capitalización bursátil subía a más del doble durante el primer día de contratación.
- En unos siete meses desde que eBay salió a bolsa el 23 de septiembre de 1998, la cotización de sus acciones aumentó más del 2.800%.
- Durante 1998, la cotización de las acciones de Amazon aumentó casi 10 veces. Su capitalización bursátil es mayor que la de la suma de *todas* las librerías de Estados Unidos, y unas cinco veces la capitalización bursátil de Barnes & Noble, una cadena de librerías con más de 1.000 establecimientos.

2) La oferta y la demanda de acciones de Internet

Los datos de la sección anterior no son fáciles de racionalizar. Aun así, un poco de teoría de la oferta y la demanda estándar puede ser bastante útil para explicar las elevadísimas valoraciones de las acciones de Internet.

2.1. La oferta de acciones de Internet

Una de las muchas complicaciones para valorar las acciones de Internet está relacionada con sus reducidas emisiones de acciones para contratación pública; como se dice