



# ŞİRKETLERİN DEĞERİNİ MÜŞTERİLERİNİ ANALİZ EDEREK ÖLÇMEK



**Daniel  
McCarthy**  
Emory University'de  
Doktor Öğretim Üyesi

**Peter Fader**  
University of  
Pennsylvania'da  
Profesör

# g

İYİM PERAKENDECİSİ Revolve Group'un Haziran 2019'da halka arz edilışinden hemen önceki haftalarda yatırımcılar şirketle ilgili adil bir değerleme yapmakta zorlandılar. Yakın zamanda yapılan birkaç halka arz, özellikle araç çağırma şirketleri Uber ve Lyft'in halka arzı hayal kırıklığı olmuştı.

# Spotlight

Revolve borsadaki düşüş nedeniyle halka arzını aylarca erteledi. Her şeye rağmen halka arzı için 1,2 milyar dolar fiyat belirlendi ve bu fiyat ilk günde yüzde 89 yükseliş gösterip 2019 yılının en iyi ilk halka arz performanslarından biri oldu. Bu çıkış şirketin değerini son 12 aylık kazancının yaklaşık 4,5 katına, giyim perakendecisi emsallerinin beş katına ve teknoloji şirketleri seviyesine ulaştırdı. Peki nasıl oldu da yatırımcılar Revolve'un bu kadar güçlü bir şirket olduğunu baştan fark edemedi?

Revolve'un değerinin yüksekliği şans eseri değildi, şirketin halka arz fiyatını belirleyen sigortacıların tam olarak anlamadığı güçlü temellerden kaynaklanıyordu. Bu güç çok yüksek gelir büyümesinden ziyade güçlü müşteri-birim ekonomisine bağlıydı. Daha basit bir dille, Revolve sadece kârlı bir şekilde müşteri kazanmakla kalmayıp onları yıllarca elinde tutmuş ve bu da uzun vadeli kâr potansiyelinin bugüne kadarki gelir büyümesi tablosunun işaret ettiği kadar daha yüksek olması anlamına gelmişti.

Revolve'un halka arz başarısı müşteri odaklı yatırım metodolojilerine yönelme hareketinin bir örneğidir. Bir şirketin gerçek değerini ölçmek için müşteri ölçütlerinin kullanılması (araştırmalarımız sayesinde yaygınlaşan bir süreç), müşteri temelli şirket değerlemesi (CBCV) olarak adlandırılır. Bu yaklaşım yaygın ama tehlikeli olan "ne pahasına olursa olsun büyüme" zihniyetinden uzaklaşıp gelir dayanıklılığı ve birim ekonomisine doğru anlamlı bir kayma sağlar, aynı zamanda yeni sadakat ekonomisine çok daha yüksek bir hassasiyet, hesap verebilirlik ve tanısallık seviyesi kazandırır.

Bu makalede yöneticilerin ve yatırımcıların bir şirketin değerini daha iyi anlamak ve ölçmek için CBCV ilkelerini nasıl kullanabileceklerini açıklıyoruz. Bu metodoloji hem aboneliğe dayalı öngörülebilir bir gelir akışına sahip (Netflix ve Verizon gibi) şirketlerde hem de zaman zaman isteğe bağlı siparişler veren aktif müşteri tabanına sahip (Uber ve Walmart gibi) şirketlerde çalışır. Ayrıca şirketlerin yatırımcılara, doğru müşteri verisi türlerini daha fazla sunmaktan nasıl fayda görebilecekleri ve yatırımcıların faydalı müşteri davranışı göstergeleri gibi görünen ancak sanıldığı kadar anlamlı olmayan gösterişli ölçütlere aldanmaktan nasıl kaçınabilecekleri tartışılıyor.

## KAZANÇLARI ÖNGÖREBİLMENİN DAHA İSABETLİ BİR YOLU

CBCV'nin dayandığı varsayım basittir: Geleneksel finansal değerlendirme metodlarının çoğu başta gelir olmak üzere çeşitli çeyrek dönemlik finansal projeksiyonlar yapılmasını gerektirir. Kazanılan her doların alım yapan bir müşteriden geldiğinin farkında olan CBCV ise temel muhasebe ilkelerini kullanarak gelir projeksiyonlarını yukarıdan aşağıya değil aşağıdan yukarıya doğru yapar. Bu yaklaşım geleneksel çerçevelerden radikal bir uzaklaşma gibi görünse de aslında değildir. CBCV sadece bireysel müşteri davranışlarının toplam gelirleri nasıl etkilediğine daha fazla odaklanır.

Peki CBCV'yi uygulamak için ne yapmalıyız? Alışılmış finansal tablo verilerine ek olarak iki unsur daha gerekir: Müşteri davranışı için bir

model (biz buna müşteri tabanı modeli diyoruz) ve bu modeli besleyecek müşteri verileri. Model birbirine geçmiş dört alt modelden oluşur ve bu alt modeller bir şirketin her bir müşterisinin nasıl davranacağını belirler.

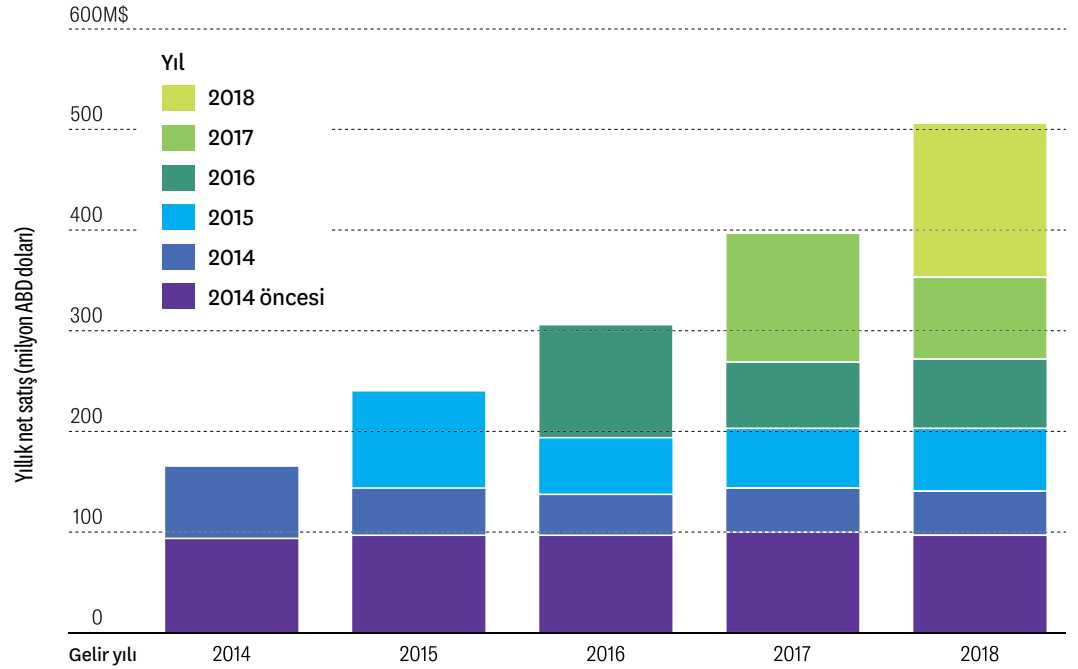
1. Müşteri edinme modeli, yeni müşterilerin girişini öngörür.
2. Müşteriyi tutma modeli, müşterilerin ne kadar süre aktif kalacaklarını öngörür.
3. Satın alma modeli, müşterilerin şirketle hangi sıklıkta işlem yapacaklarını öngörür.
4. Sepet büyüklüğü modeli, müşterilerin her satın alımda ne kadar harcayacaklarını öngörür.

Bu modelleri bir araya getirmek hangi müşterinin ne zaman elde edileceği, zaman içinde ne kadar harcayacağı gibi şirketin her müşterisinin kritik davranışlarını anlayabilmemizi sağlar. Tüm müşteriler için tüm harcama öngörülerini topladığında çeyrek dönem gelir projeksiyonu elde edilir. Bu modeller bir araya geldiğinde gelecekteki gelir akışları hakkında çok daha isabetli öngörüler üretilebilir ve buradan yola çıkılarak bir şirketin gerçek değeri daha iyi tahmin edilebilir.

Bu temel model şirket ne tür bir iş yapıyor olursa olsun evrenseldir. Fakat tam olarak nasıl uygulanacağı şirketin iş modeline, özellikle de aboneliğe dayalı olup olmadığına bağlıdır. Bir spor salonu ya da bir telekomünikasyon şirketi gibi aboneliğe dayalı işletmelerde yöneticiler genellikle müşterilerin bir ayda ne kadar harcama yapacaklarını bilir ve müşteri kaybını doğrudan gözlemleyebilirler çünkü müşteriler sözleşmelerini iptal eder ve hesaplarını kapatırlar. Bu da müşteri

## C3: Şirket Değerlemesi için Yeni Bir Araç

Müşteri grubu tablosu basittir: Toplam gelir dönem dönem, müşteri edinme grubuna göre ayrılmıştır. Bu format değişkenlik gösterebilse de C3 şirketlerin kamusal dosyalarına giderek daha fazla giriyor, yatırımcılara şirketin gerçek değerini tartma konusunda güçlü bir araç sunuyor. Bu C3 örneği Revolve Clothing'in 2019 SEC dosyasındadır.



tutma ve satın alma alt modellerinin kurulumunu basitleştirir.

Fakat çoğu şirkette ihtiyari (yani abone olmadan) yapılan satın almalar ve gözlemlenemeyen müşteri kaybı söz konusudur. Örneğin eğer bir Amazon hesabınız varsa ama şirketten bir daha asla alışveriş yapmamaya karar vererseniz Amazon içinden ya da dışından birinin bunu hemen fark etmesi zordur. Pazarlamacılar buna *gizli yıpranma* (*latent attrition*) derler. Bunun muhasebesi için çok daha karmaşık alt modeller gerekir fakat pazarlamacılar bunu son derece isabetli bir şekilde öngörmek için yöntemler geliştirmişlerdir.

### KARA KUTUNUN İÇİNE GÖZ ATMAK

Bu metodoloji ürükütücü görünse de kullanılması nispeten basittir ve belirli

iş bağlamları için gerektiği şekilde detaylandırılıp genişletilebilir.

Gelin bir örnek üzerinden kara kutunun içine göz atalım. Genç, hızlı büyüyen, aboneliğe dayalı bir yemek kiti şirketinin kurucusu olduğunuzu hayal edin. İşletmenin ilk dört ayında şirketiniz sırasıyla 1.000, 2 bin 500, 4 bin 500 ve 7 bin dolar toplam gelir elde etmiş olsun. Bunun gelecekteki gelirleriniz ve işletmenizin genel gidişatı için ne anlama geldiğini bilmek ve başlangıç olarak beşinci aydaki gelirinizi öngörmek istiyorsunuz.

Diyelim aktif müşteriler bir ay boyunca teslim edilen yemek kiti için aylık 100 dolar ödüyor ve şirket ilk dört ayında sırayla 10, 20, 30 ve 40 müşteri edindi (toplam 100). Yeni müşterilerin yarısı ilk ayları içinde kaybedildi, ilk ayda kaybedilmeyen müşterilerin hepsi kaldı.

Beşinci ayın gelirinizi öngörmek için ilk adım elde tutulan müşterilerden ne kadar gelir elde edileceğini hesaplamaktır. Geçmişteki müşteri tutma oranları devam ederse ilk dört ayda elde edilen 100 müşterinin yarısı, yani 50'si beşinci ayda da şirkette kalacaktır. Dolayısıyla elde tutulan müşterilerden beşinci ayda gelecek gelir 5 bin dolardır (50 x 100 dolar). İkinci adım yeni müşterilerden ne kadar gelir geleceğidir. Müşteri kazanma trendlerinin devam edeceği varsayımıyla 50 müşteri daha kazanmayı, yani 5 bin dolar daha gelir elde etmeyi bekleyebilirsiniz. Bu iki öngörüü topladığımızda aylık toplam 10 bin dolar gelire ulaşırsınız.

CBCV yaklaşımını kullandığımızda gelir rakamları artık bir hiçlik içinde değildir. Bunun yerine küçük bir davranışsal faktörler dizisinin, bu örnekte elde edilen toplam müşteri

# Spotlight

sayısı, müşteri tutma dinamikleri ve kullanıcı başına düşen ortalama gelirin (ARPU) doğrudan fonksiyonudur. Bu çerçevede gelir öngörülerini kolaylaştırır ve belirleyici bir görev görür, yöneticilerin ve yatırımcıların değer yaratımının nereden geldiğini (ve sonuçların beklentilerle örtüşmediği durumlarda hangi soruların sorulacağını) anlamalarına yardımcı olur.

Elbette yemek kiti örneğindeki kadar basit modeller ve düzenli örüntüler çok az şirkette olur. Burada amacımız yaklaşımın genel mekaniğinin ana hatlarını aktarmak, dolayısıyla senaryoya eklemeler mutlaka yapılacaktır. Örneğin şirketinizin kademeli fiyatlandırması olduğunu (189 dolara ayda iki kat daha fazla yemek teslimatı yapan ikinci bir abonelik planı sunduğunu) varsayalım. Bu durumda dönem dönem değişen bir ARPU'yu hesaba katmanız gerekir. Eğer şirket müşterilerin düzenli teslimatları atmasına ya da isteğe bağlı satın almalar yapmasına izin verirse sipariş sıklığının ve sipariş başına düşen harcama miktarının takip edilmesi gerekir. Eğer şirket, yemekleri abonelikle değil de alakart satmaya dönerse müşterilerin ne sıklıkta sipariş verdiğini öngören bir model kullanmanız gerekir. Bu eklemeler modeli karmaşıktır fakat bunların modele dahil edilme süreci yukarıdaki örnekle aynı olacaktır. Öngörü süresini beşinci aydan ötesine genişletmek isterseniz hesaplamayı birden çok ay için tekrarlayabilirsiniz. Bu hesap size uzun vadeli bir gelir öngörüsü sunar ki bu da şirket değerlemesi için çok önemlidir.

Karmaşık senaryolarda CBCV metodolojisi üzerine derinlikli bir tartışma

için “Valuing Subscription-Based Businesses Using Publicly Disclosed Customer Data” (Journal of Marketing, Ekim 2016) ve “Customer-Based Corporate Valuation for Publicly Traded Non-Contractual Firms” (Journal of Marketing Research, Mart 2018) başlıklı akademik makalelerimize bakabilirsiniz.

## MÜŞTERİLERE İÇERİDEN VE DIŞARIDAN BAKIŞ

CBCV'den elde edilebilecek içgörülerin zenginliği analizi yapan kişinin şirket iç verilerine ne düzeyde erişimi olduğuna bağlıdır. Bir şirket yöneticisi tüm müşteri verilerini tamamıyla görebilir. Satın alınacak bir şirketi değerlendiren özel öz sermaye yatırımcısıysa tipik olarak ticari işlem verileri ve Müşteri İlişkileri Yönetimi (CRM) verilerine erişebilir. Abonelik sistemiyle çalışan şirketler için bu bilgilere sözleşmelerin uzunluğu, düzenli ödemeler ve gözlemlenebilir müşteri kayıpları dahil olacak, abonelik sistemi kullanmayanlar içinse her satın alınan zamanı ve boyutunu içerecektir. Diğer davranışsal verilere, demografik verilere, pazarlama temas noktalarına, hizmet etkileşimlerine ve benzerlerine erişim CBCV analizini daha da zenginleştirecektir.

Dışarıdan içeriye bakanlar (finansal korunma fonları, Wall Street analistleri, yasal düzenlemeleri hazırlayan merciler gibi kurumlar) içinse detaylı müşteri verilerine düzenli olarak ulaşmak imkansız olabilir. Fakat bunlar da şirketin zaman içinde edinilen müşteri gruplarına göre kazancını izleyen ve her grup yaşlandıkça müşterilerin toplam

harcamalarındaki değişimleri gösteren müşteri grubu tablosu ya da C3'üne erişebilirler. (Bir örneği için “C3: Şirket Değerleme için Yeni Bir Araç” kutusuna bakınız.) Aralarında Slack Technologies, Dropbox, Lyft ve lüks pazaryeri RealReal ve Farfetch'in de bulunduğu pek çok büyük ve itibar sahibi (aboneliğe dayalı olan ve olmayan) şirket C3'lerini açıklamaya başladı. Bir şirketin C3'ü, aktif üye sayısı ve toplam sipariş sayısı ile birlikte müşteri davranışları konusunda yatırımcılara iyi bir fikir vermek için yeterlidir.

Bir şirket C3'ünü yayınlamıyor ya da yayınlamıyorsa yatırımcılar dört ana ölçütün açıklanmasını talep etmelidir: Aktif müşteri sayısı (toplamı ve kalıcı ya da şirketle 12 aydan uzun süredir çalışan müşteriler içindeki oranı), son dönemde elde edilen müşterilerin brüt sayısı, gelir (toplamı ve kalıcı müşterilerden elde edilen gelir içindeki oranı) ve sipariş sayısı (toplamı ve kalıcı müşterilerden gelen siparişler içindeki oranı).

Şirketlerin daha fazlasını beyan etmelerini şiddetle tavsiye etmekle birlikte bu beyanlar üç ya da dört yıl boyunca (eski dosyalardan) yapıldığında gelecekteki gelirler konusunda daha büyük bir belirsizlikle olsa da CBCV modelini çalıştırmak ve şirketin müşteri tabanının genel sağlığını değerlendirmek için yeterlidir.

## ŞEFFAFLIĞA DOĞRU

CBCV için gereken tüm verileri dışarıya sağlayan şirket sayısı birkaç sebeple henüz çok düşük. İlk olarak müşteri ölçütlerinin beyanı isteğe bağlıdır ve şirketler bunları sunmak



## Eğer bir yöneticiyseniz ve halihazırda müşteri ölçütlerinizi beyan etmiyorsanız “Beyan etmeniz zorunlu olsaydı nasıl bir hikaye anlatırdınız?” diye düşünmeye başlayın.

için herhangi bir baskı hissetmezler. İkincisi, hangi müşteri ölçütlerinin en aydınlatıcı olduğu ve bu ölçütlerin nasıl hesaplanıp raporlanması gerektiği konusunda pek bir uzlaşmaya varılamamıştır. Son olarak politikaları ve yasal düzenlemeleri yapan merciler bu konularda büyük ölçüde sessiz kalmış, beyanı şirketlerin tercihine bırakmışlardır.

Ne yazık ki yöneticiler beyan konusunda sıklıkla “azı karar, çoğu zarar” zihniyetine sahiptir. Sayılar ne kadar birleştirilmiş olursa olsun daha fazla bilgi beyan etmenin rekabette dezavantaj yaratabileceğinden ya da şirketi potansiyel davalara veya yasal denetime sürükleyeceğinden korkarlar. Başarılı şirketler açıkladıkları ölçütlerin yanlış yönde gitmeye başlaması durumunda yatırımcıların ne tepki vereceğinden endişe ederler. Müşteri düzeyindeki öngörüler genellikle pazarlama birimlerindeki silolarda saklanır. Finans ve benzeri birimlerdeki yöneticiler müşteri davranışlarını gelir öngörülerine dahil etmeye alışık değildir, dolayısıyla geleneksel yöntemleri kullanmayı tercih ederler.

Yatırımcı baskısı ve yasal standartlar olmadığı durumda şirketler hangi ölçütleri açıklayacaklarını rastgele seçebilirler. Genellikle de yatırımcı topluluğu için fazlasıyla pembe bir tablo çizecek olanları seçerler. Ölçütler genellikle yanlış tanımlanmış, hatalı varsayımlara dayandırılmış ya da yanlış çerçevelenmiştir.

Evde kullanım için yüksek teknoloji egzersiz ekipmanları ve çevrimiçi video fitness derslerine aylık abonelikler satan Peloton’a bakalım. Ağustos 2019’da halka arz öncesi S-1

dosyasını sunduğunda abone başına yaşam boyu değerini (CLV) beyan etmeyi sahip olmayan ve son mali yılında 3 bin 593 dolar CLV duyurarak övünmüştür. Peloton’un CLV’sini hesaplamak için kullandığı formülü de paylaşması güzel bir harekettir fakat bu formülde pek çok eksik bulunuyor. En bariz sorun paranın zaman değerini hesaba katmayıp 13 yılı aşkın süreye eşdeğer gelecek nakit akışlarını indirgeme yapmadan toplamasıdır. Mütevazı bir indirgeme oranı bile CLV’sini yüzde 50’nin üzerinde, yani müşteri tabanının sağlığı bakımından ciddi etkileri olacak bir oranda düşürecektir. Giderek daha fazla şirket kendi isteğiyle müşteri ölçütlerini açıklarken analistlerin yanlış yönlendirici ya da büyük ölçüde göstermelik verilerin güvenilirliğini araştırmak konusunda tetikte olmaları gerekir.

Peloton’un ölçütleri mükemmel olmaktan uzak. Yine de müşteriler hakkında hem hissedarlar hem şirketler hem de müşteriler için faydalı olacak bir şeffaflığa doğru umut verici bir dönüşümü temsil ediyor. Satışlar giderek artan oranda çevrimiçi yapıp aynı mağazadan satışlar gibi geleneksel somut ölçütler geçerliliğini kaybederken hissedarlar potansiyel yatırımları değerlendirmek için müşteri verilerinden giderek daha çok yararlanacaklar. Yöneticiler şirket için uzun vadeli değer yaratacak faaliyetlere yatırım yapılmasını savunmak, hissedarlara bu yatırımların CLV ve diğer uzun vadeli ölçütler üzerindeki etkisini anlatabilmek için müşteri verilerini kullanabilirler. Müşteriler değeri uzun vadede geliştirilen stratejik varlıklar olarak görülürler. Bu zihniyet uzun vadeli

müşteri kârlılığını değerlendirmek için gereken bilgiye sahip olmayan hissedarların, kısa vadeli performans ölçütlerini sağlaması için şirkete baskı yaparak kompanse ettikleri mevcut durumdan sevindirici bir sapmadır.

CBCV devrimi tam olarak gerçekleşene kadar tüm bunlar sizin için ne anlama geliyor? Eğer bir yatırımcıysanız finansal raporlarda kenarda köşede kalan müşterilerle ilişkili ölçütleri göz ardı etmeyin, bunları aktif bir şekilde arayın. Eğer ihtiyacınız olan veri paylaşılmamışsa bunu talep edin ya da bunların yerini etkili bir şekilde tutabilecek alternatif kaynaklar bulun. Birim ekonomisine odaklanmak neredeyse her seferinde faydalanabileceğiniz fırsatlar ortaya koyar.

Eğer bir yöneticiyseniz ve halihazırda müşteri ölçütlerinizi beyan etmiyorsanız “Beyan etmeniz zorunlu olsaydı bu ölçütler nasıl bir hikaye anlatırdınız?” diye düşünmeye başlayın. Mevcut halleriyle ölçütlerinizle gurur duymayacağınızı düşünüyorsanız bu, müşteri tabanınızın sağlığına odaklanmanız ve perde arkasında iyileştirmeler yapmanız için harika bir fırsattır. Piyasa katılımcılarının bu alana ışık tutulmasını talep etmesi an meselesi olabilir. ☺



**DANIEL MCCARTHY**, Emory University Goizueta Business School’da pazarlama alanında doktor öğretim üyesi ve müşteri temelli bir değerlendirme çözümleri sağlayıcısı olan Theta Equity Partners’in kurucularındandır. **PETER FADER**, University of Pennsylvania Wharton School’da pazarlama profesörü, The Customer Centricity Playbook’un yazarlarından ve Theta Equity Partners’in kurucularındandır.