

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI ZAGONSKIH PODJETIJ

Ljubljana, 20. november 2018

JASNA PIRTOVŠEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jasna Pirtovšek, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Metode ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij, pripravljene v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 20. novembra 2018

Podpis študentke: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 NEPRIMERNOST TRADICIONALNIH METOD ZA	
 VREDNOTENJE ZAGONSKIH PODJETIJ	2
2 VREDNOTENJE ZAGONSKIH PODJETIJ	3
2.1 Vrste investorjev.....	3
2.2 Osnove vrednotenja zagonskih podjetij	5
2.2.1 Stopnje investiranja	5
2.2.2 Diskontna stopnja	7
2.2.2.1 Tradicionalen izračun diskontne stopnje.....	7
2.2.2.2 Izračun diskontne stopnje za vrednotenje zagonskih podjetij	8
2.2.3 Osnovna investicijska formula ter izračun lastniškega deleža	11
2.3 Metode za vrednotenje zagonskih podjetij.....	12
2.3.1 Berkusova metoda vrednotenja zagonskih podjetij	12
2.3.2 Metoda primerjalne tabele	13
2.3.3 Metoda vsote dejavnikov tveganj	14
2.3.4 Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov	14
2.3.5 Prilagojena metoda primerljivih podjetij	20
2.3.6 Metoda ocenjevanja tveganega kapitala	23
2.3.6.1 Osnovna metoda brez nadaljnjih krogov investiranja.....	23
2.3.6.2 Metoda, ki upošteva nadaljnjo razpršitev lastništva	25
2.3.6.3 Prilagojena metoda ocenjevanja tveganega kapitala	27
3 VREDNOTENJE PODJETJA ESSENTIAL PRODUCTS	29
3.1 Predstavitev podjetja Essential Products	30
3.2 Predstavitev investiranja v podjetje Essential Products.....	32
3.3 Vrednotenje podjetja Essential Products	33
3.3.1 Vrednotenje podjetja po Berkusovi metodi	34
3.3.2 Vrednotenje podjetja po metodi primerjalne tabele	36
3.3.3 Vrednotenje podjetja po metodi vsote dejavnikov tveganj	39
3.3.4 Vrednotenje podjetja po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov	41
3.3.5 Vrednotenje podjetja po prilagojeni metodi primerljivih podjetij.....	49
3.3.6 Vrednotenje podjetja po metodi ocenjevanja tveganega kapitala	54
3.3.7 Tehtano povprečje ocenjenih vrednosti podjetja Essential Products.....	56
SKLEP	59
LITERATURA IN VIRI.....	60
PRILOGE.....	67

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po Berkusovi metodi, v USD	34
Tabela 2: Ocena posameznih kategorij za podjetje Essential Products po metodi primerjalne tabele	37
Tabela 3: Ocena dejavnikov tveganj za podjetje Essential Products po metodi vsote dejavnikov tveganj, v USD.....	39
Tabela 4: Pričakovani prihodki od prodaje ter dobiček iz poslovanja za segment mobilnih telefonov podjetja Essential Products po letih, v USD.....	41
Tabela 5: Izračun dobička po davku in prenos izgube iz preteklih let za podjetje Essential Products, v USD	43
Tabela 6: Ocena potrebnega obsega reinvestiranja po letih za doseganje napovedanih stopenj rasti pri podjetju Essential Products, v USD.....	44
Tabela 7: Kontrola notranje konsistentnosti pri ocenjevanju podjetja Essential Products s prilagojeno metodo prostih denarnih tokov ter zneski v USD	45
Tabela 8: Ocena vrednosti podjetja Essential Products ob uporabi različnih diskontnih stopenj, s prilagojeno metodo prostih denarnih tokov, v USD.....	46
Tabela 9: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, ob upoštevanju učinka nelikvidnosti, v USD	47
Tabela 10: Ocena vrednost podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, ob upoštevanju verjetnosti neuspeha, v USD	48
Tabela 11: P/E multiplikator in P/S multiplikator konkurentov podjetja Essential Products ter izračun prilagojenih multiplikatorjev	49
Tabela 12: Ocena vrednosti podjetja Essential Products ob uporabi različnih diskontnih stopenj, s prilagojeno metodo primerljivih podjetij, v USD.....	50
Tabela 13: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi primerljivih podjetij, ob upoštevanju učinka nelikvidnosti, v USD	52
Tabela 14: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi primerljivih podjetij, ob upoštevanju verjetnosti neuspeha, v USD	53
Tabela 15: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po metodi ocenjevanja tveganega kapitala, v USD.....	55
Tabela 16: Prikaz dobljenih ocen vrednosti podjetja Essential Products po vseh metodah vrednotenja zagonskih podjetij ter ob upoštevanju različnih diskontnih stopenj, v USD	57

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Delovna tabela za določanje višine vpliva posameznih kategorij na vrednost podjetja Essential Products po metodi primerjalne tabele.....	1
Priloga 2: Napovedana velikost in rast trga mobilnih telefonov za obdobje od 2017 do 2023, v USD	4

Priloga 3: Največji konkurenti po količini prodanih proizvodov, njihovi prihodki in dobiček za segment mobilnih telefonov v USD, tržni delež in donosi v letu 2017	5
Priloga 4: Izračun sedanje vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, z uporabo različnih diskontnih stopenj, v USD....	7

SLOVAR ANGLEŠKIH IZRAZOV

cena delnice v letu izhoda investorjev –	<i>terminal share price</i>
ciljni letni donos investicije –	<i>terminal net income</i>
delež lastništva, ki se mu v zameno za investicijo odpovedo lastniki –	<i>founder dilution</i>
delež zadržanja –	<i>retention percentage</i>
drugostopenjsko investiranje –	<i>second-stage investment</i>
investiranje serije A –	<i>series A investment</i>
investiranje serije B –	<i>series B investment</i>
investiranje serije C –	<i>series C investment</i>
investiranje v ponovni zagon –	<i>restart investment</i>
izplačilo obstoječih investorjev –	<i>owner cash out</i>
koeficient kapitalske β panoge –	<i>unlevered β for sector</i>
konvertibilni lasniško-dolžniški vrednostni papirji –	<i>convertible debt</i>
leto izhoda investorjev –	<i>terminal year</i>
mikro semensko investiranje –	<i>micro seed investment</i>
množično financiranje v zameno za lastniške deleže –	<i>equity crowdfunding</i>
model za določanje cene dolgoročnih sredstev (CAPM-model) –	<i>capital asset pricing model</i>
oddeljeno podjetje –	<i>spin-off</i>
predhodno investiranje –	<i>preliminary investment</i>
premostitveno investiranje –	<i>bridge investment</i>
pričakovana vrednost podjetja v letu izhoda investorjev –	<i>terminal value</i>
pristop od spodaj navzgor –	<i>bottom up approach</i>
pristop od zgoraj navzdol –	<i>top down approach</i>
prva javna ponudba delnic –	<i>initial public offering</i>
prvostopenjsko investiranje –	<i>first-stage investment</i>
samorog –	<i>unicorn</i>
semensko investiranje –	<i>seed investment</i>
skladi tveganega kapitala –	<i>hedge funds</i>
vpliv odhoda ključnih zaposlenih –	<i>key person discount</i>
vrednost neuspešnega podjetja –	<i>distress sale value</i>
vrednost podjetja po investiciji –	<i>post-money value of firm</i>
vrednost podjetja pred investicijo –	<i>pre-money value of firm</i>
vrednost podjetja, ki ne bo prenehalo s poslovanjem –	<i>value of going concern</i>
zagonsko investiranje –	<i>startup investment</i>

UVOD

Ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij je oteženo, saj nimamo na voljo podatkov o preteklem poslovanju, njihovi prihodki in dobiček so majhni ali celo negativni, obstaja pa tudi velika verjetnost, da podjetje ne bo preživel. Poleg tega večino vrednosti zagonskega podjetja predstavljajo intelektualna lastnina in morebitna posebna znanja zaposlenih. Določanje vrednosti parametrov pri ocenjevanju zagonskega podjetja je odvisno tudi od vrste investorjev, saj se med seboj razlikujejo po namenu investiranja, želeni stopnji vključevanja v podjetje ter obdobju vstopa vanj ter izstopa iz njega, posledično pa niso v enaki meri osredotočeni na enake dejavnike. Ločimo več stopenj investiranja v zagonska podjetja, te pa so odvisne od stopnje, v kateri se podjetje nahaja, ter vplivajo na višino investicije in določanje parametrov, predvsem diskontne stopnje, pri ocenjevanju vrednosti podjetja.

Namen magistrskega dela je širši javnosti prikazati, kako strukturirano pristopiti k ocenjevanju vrednosti zagonskih podjetij, na katere dejavnike moramo biti pri tem pozorni in zakaj za vrednotenje podjetij v zgodnjih fazah ni mogoče uporabljati tradicionalnih metod, če jih ne prilagodimo. S tem želim ovreči prepričanje, da je vrednotenje zagonskih podjetij bolj umetnost kot znanost.

Cilji magistrskega dela so na podlagi značilnosti zagonskih podjetij prikazati, zakaj neprilagojene tradicionalne metode vrednotenja podjetij pri ocenjevanju zagonskih podjetij niso uporabne, preučiti relevantno literaturo in prikazati najpogostejše uporabljene metode za vrednotenje zagonskih podjetij, oceniti vrednost podjetja Essential Products, Inc. z uporabo prikazanih metod za vrednotenje zagonskih podjetij ter prikazati, kako sprememba diskontne stopnje pri določanju vrednosti zagonskega podjetja z uporabo metode ocenjevanja tveganega kapitala, prilagojene metode diskontiranih denarnih tokov ter prilagojene metode primerljivih podjetij vpliva na njegovo ocenjeno vrednost.

V prvem delu magistrske naloge sem naredila pregled relevantne literature. Pri tem sem uporabila znanstvene in strokovne članke s področja vrednotenja mladih podjetij ter njihovih posebnosti kot tudi literaturo, ki so jo na podlagi svojih izkušenj napisali investitorji v zagonska podjetja ter ocenjevalci njihovih vrednosti. Najprej sem na kratko opisala značilnosti zagonskih podjetij ter kako onemogočajo, da bi jih vrednotili z uporabo tradicionalnih metod, temu pa sledi predstavitev vrst investorjev in stopenj investiranja v zagonska podjetja, podroben pregled sestave diskontne stopnje ter predlaganih prilagoditev, če jo uporabljamo za ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij. Nato so predstavljene metode vrednotenja zagonskih podjetij: Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele, metoda vsote dejavnikov tveganj, prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov, prilagojena metoda primerljivih podjetij ter metoda ocenjevanja tveganega kapitala. V drugem delu sem te metode aplicirala na podjetje Essential Products, kjer je bilo to mogoče, pa sem naredila tudi analizo občutljivosti na spremembo diskontne stopnje. Pri

vsaki metodi sem obrazložila uporabljene vrednosti parametrov, na koncu pa izračunala tehtano povprečje ocenjenih vrednosti, dobljenih po vseh metodah. Podatke za vrednotenje podjetja Essential Products sem pridobila z njihove uradne splete strani, s spletnih strani, ki nudijo informacije o investiranju v zagonska podjetja, kot je na primer Equidate, ter spletnih portalov, ki nudijo podatke o konkurentih in panogi, na primer Reuters in Morningstar. Dodatne informacije o aktualnem dogajanju v podjetju ter o njegovih investitorjih sem pridobila s portalov, kot so Forbes, Bloomberg in Wall Street Journal. Čim več javno dostopnih informacij je bil ključni kriterij pri izbiri zagonskega podjetja za vrednotenje, saj za razliko od potencialnih investitorjev nimam dostopa do podatkov o poslovanju. Zelo me je pritegnil koncept podjetja, ki po dostopnih cenah ponuja tehnologijo, ki bo uporabnikom poenostavila življenje. Poleg tega je podjetje Essential Products doseglo status samoroga (angl. unicorn), preden je sploh začelo s prodajo svojih proizvodov, kar nakazuje, da investitorji v njem vidijo ogromen potencial. Samorog je poimenovanje za zagonska podjetja, ki dosežejo vrednost nad 1 mrd USD. V sklepnem delu sem povzela svoje ugotovitve.

1 NEPRIMERENOST TRADICIONALNIH METOD ZA VREDNOTENJE ZAGONSKIH PODJETIJ

Značilnosti zagonskih podjetij onemogočajo, da bi jih vrednotili po tradicionalnih metodah ocenjevanja vrednosti podjetij, ne da bi pri tem upoštevali prilagoditve parametrov. Praviloma gre za mlada podjetja, ki še nimajo podatkov o preteklem delovanju, njihovi prihodki so majhni ali celo neobstoječi, zaradi visokih stroškov, povezanih z vzpostavitvijo poslovanja, pa poslujejo z izgubo. V kalkulacije je potrebno vključiti tudi dejstvo, da velik del novoustanovljenih podjetij ne preživi. Zagonska podjetja sredstva za delovanje pridobijo od različnih investitorjev, ki v zameno zahtevajo lastniški delež, pravico do soodločanja in druge posebne pravice. Investicije v zagonska podjetja so praviloma nelikvidne (Damodaran, 2009). Dodatno težavo pri vrednotenju zagonskih podjetij predstavlja asimetrija informacij (Sander & Kõomägi, 2007). Upoštevati pa je treba tudi, da pri zagonskih podjetjih pogosto velik del vrednosti predstavljajo neopredmetena sredstva v obliki intelektualne lastnine ali zaposlenih s posebnim znanjem in z izkušnjami (Sullivan & Sullivan, 2000; Lord & Mirabile, 2016, str. 93).

Damodaran (2009) posebej izpostavlja, kako zgoraj opisane karakteristike mladih podjetij otežujejo vrednotenje teh podjetij s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov ter z metodami tržnega načina. Pri uporabi metode diskontiranih denarnih tokov za vrednotenje zagonskih podjetij nastopijo težave pri ocenjevanju vrednosti obstoječih sredstev, napovedovanju prihodkov, določanju diskontne stopnje, oceni končne vrednosti podjetja ter pri določanju uteži posameznih lastniških deležev. Pri mladih podjetjih težko ločimo operativne izdatke od tistih, ki so povezani z zagotavljanjem prihodnjih rasti, kar pa je potrebno pri ocenjevanju vrednosti obstoječih sredstev. Pomanjkanje podatkov o preteklem delovanju podjetja otežuje napovedovanje gibanja prihodkov, ki izhajajo iz obstoječih

sredstev, sploh če se spremenijo makroekonomski ali konkurenčni pogoji, oziroma če podjetje spremeni cenovno politiko, ter napovedovanje prihodnjih dobičkov, saj zagonska podjetja v začetnih obdobjih praviloma poslujejo z izgubo. Posledično je obstoječi donos na kapital negativen in ga ne moremo uporabiti kot osnovo za napovedovanje prihodnjih donosov. Razlogi za prilagajanje diskontne stopnje, uporabljene za vrednotenje zagonskih podjetij, so povezani s pomanjkanjem tržnih podatkov ter načinom delovanja lastnikov in so podrobneje predstavljeni v poglavju 2.2.2.2 Izračun diskontne stopnje za vrednotenje zagonskih podjetij. Določanje končne vrednosti je oteženo, saj je težko napovedati, ali bo podjetje doseglo stopnjo stabilne rasti in kdaj se bo to zgodilo ter kako dolgo bo podjetje generiralo presežne donose. Lastniški deleži posameznih investorjev v zagonsko podjetje se lahko poleg velikosti razlikujejo tudi v drugih pravicah, ki jih zahtevajo v zameno za investiranje in so namenjene zaščiti njihovega deleža, ter jim lahko omogočajo pravico do soodločanja, prednostno pravico pri izplačilu njihovega deleža in podobno, te učinke pa moramo zajeti v ocenjevanju vrednosti zagonskega podjetja.

Pri metodah tržnega načina ocenjevanja vrednosti podjetij se za potrebe vrednotenja zagonskih podjetij pojavljajo težave pri izbiri smiselnih multiplikatorjev in primerljivih podjetij, pri določanju stopnje tveganja ter vkomponiranju verjetnosti preživetja podjetja, učinka zmanjšane likvidnosti in različnih utežeh lastniških deležev. Multiplikatorji temeljijo na dobičku, ki je pri zagonskih podjetjih negativen, prihodkih, ki so v začetnih fazah obstoja podjetja majhni, ali knjigovodski vrednosti, ki je v tem obdobju majhna in ne odraža dejanske višine investiranega kapitala. Za primerljiva podjetja, ki bi bila osnova za vrednotenje mladih zagonskih podjetij, prav tako nimamo na voljo tržnih podatkov, javne delniške družbe v enaki panogi pa imajo drugačno stopnjo tveganja, denarne tokove in značilnosti rasti (Damodaran, 2009).

2 VREDNOTENJE ZAGONSKIH PODJETIJ

2.1 Vrste investorjev

Določanje vrednosti parametrov pri ocenjevanju zagonskega podjetja je odvisno tudi od vrste investorjev, saj se med seboj razlikujejo po namenu investiranja, želeni stopnji vključevanja v podjetje ter obdobju vstopa vanj in izstopa iz njega, posledično pa niso v enaki meri osredotočeni na enake dejavnike (Carpentier & Suret, 2015).

Individualni poslovni angeli investirajo v zgodnjih fazah razvoja zagonskega podjetja, praviloma pa poleg finančne investicije podjetju pomagajo tudi v obliki svetovanja in mreženja (Cremades, 2016, str. 74–76). Zaradi njihovega načina delovanja so pri vrednotenju podjetja bolj pozorni na karakteristike članov vodstvene ekipe in ciljni trg (Maxwell, Jeffrey & Lévesque, 2011).

Skupine poslovnih angelov investirajo v podjetja v kasnejših fazah razvoja, hkrati pa so usmerjene v čim hitrejši izstop iz podjetja, zato so zanje osebne lastnosti vodstvene ekipe manj pomembne. Pretežno investirajo v visokotehnološki sektor, kjer je težje oceniti tržni potencial in hitrost razvoja tehnologije, posledično so pri vrednotenju podjetja bolj osredotočeni na tržno in izvedbeno tveganje. Proces odločanja poslovnih angelov, povezanih v formalno skupino, ter lastnikov tveganega kapitala je podoben, razlikujejo pa se po drugih dejavnikih: poslovni angeli investirajo lastna sredstva, lastniki tveganega kapitala pa ne, poleg tega pa lastniki tveganega kapitala investirajo v kasnejših fazah razvoja podjetja, ko ima le-to že oprijemljiva sredstva, praviloma pa tudi prodajo (Carpentier & Suret, 2015; Miles, 2017, str. 19; Gompers & Sahlman, 2002, str. 325).

Lastniki tveganega kapitala pogosto investirajo v več stopnjah zbiranja kapitala, kot pogoj za nadaljnje investiranje pa mora podjetje dosegati vnaprej dogovorjene mejnike, na primer doseganje določene razvojne stopnje proizvoda ali višine prodaje (Sahlman, Stevenson, Roberts & Bhidé, 1999, str. 287). Statistika kaže, da eno izmed šestih podjetij, v katera investirajo lastniki tveganega kapitala, doseže javno prodajo, eno izmed treh podjetij pa doseže fazo prevzema. Posledično so vlagatelji tveganega kapitala pripravljeni investirati samo v podjetja, za katera lahko pričakujejo visoke donose, nanje pa nakazujejo pričakovane ekonomije obsega, inovativnost v načinu zapolnjevanja vrzeli, globalno uporaben koncept ter čim hitrejšo doseganje faze uspešnega poslovanja. V povprečju vlagatelji tveganega kapitala iz podjetja izstopijo v treh do sedmih letih (Teker, Teker & Teraman, 2016).

V zadnjih letih se kot vir financiranja zagonskih podjetij uveljavlja tudi korporativni tvegani kapital, pri katerem velika podjetja z namenom pridobivanja konkurenčne prednosti v obliki dostopa do novih tehnologij, trgov in resursov investirajo v inovativna zagonska podjetja preko pogodbeno dorečenih skupnih podvigov ali z nakupom deleža podjetja. Poleg kapitala zagonskemu podjetju nudijo nasvete glede organizacije, trženja ter strateških usmeritev. Korporacija lahko takšno investicijo obravnava tudi kot finančno naložbo in delež v zagonskem podjetju proda, ko le-to doseže fazo prve javne prodaje. Ta vrsta financiranja se pojavlja v vseh stopnjah investiranja v zagonska podjetja (Corporate Finance Institute, 2018).

Investicijske banke podjetjem v začetnih stopnjah nudijo sredstva za rast in razvoj, ne da bi pri tem v zameno pridobile delež lastništva. Posojilo zagonskemu podjetju zavarujejo s terjatvami, z opremo ali s prednostno pravico do nakupa deleža v tem podjetju (Cremades, 2016, str. 80). Pomen bank za razvoj zagonskih podjetij dokazuje tudi švedska študija Backmanove (2015), ki je pokazala pozitivno povezanost med številom bančnih poslovalnic in številom novoustanovljenih zagonskih podjetij v ruralnem okolju, kjer je dostop do drugih virov financiranja omejen, saj so le-ti koncentrirani v metropolah. Študija je pokazala tudi pozitivno povezavo med številom mest, kjer lahko podjetniki pridobijo financiranje, ter številom novoustanovljenih zagonskih podjetij.

Število platform, ki omogočajo množično financiranje v zameno za lastniške deleže (angl. equity crowdfunding), se je od uveljavitve JOBS Act-a v letu 2012 močno povečalo. JOBS Act je okrajšava za Jumpstart Our Business Startups Act, sprejet leta 2012 v Združenih državah Amerike, ki zaprtim podjetjem zmanjšuje obveznosti glede razkrivanja finančnih podatkov ter skladnostne in zakonske zahteve med prvo javno ponudbo delnic in do pet let po tem dogodku. Hkrati spodbuja pridobivanje kapitala na zasebnem trgu, saj javno povpraševanje in oglaševanje zasebnih virov ni več prepovedano, dovoljeno število neakreditiranih, zasebnih investorjev in obseg zasebnega kapitala, ki ga zaprta podjetja od njih lahko pridobijo, ne da bi morala pri tem upoštevati posebne registracijske zahteve, pa sta višja. Največja sprememba za zaprta zagonska podjetja, ki jo je omogočil JOBS Act, je možnost prodaje vrednostnih papirjev na platformah za množično financiranje. Namen JOBS Acta je spodbujanje formiranja kapitala s cilji spodbujanja rasti podjetij, ustvarjanja novih delovnih mest ter generiranja gospodarske rasti (Zeidel, 2016). Vloga množičnega financiranja za zagonska podjetja v najbolj zgodnjih fazah je vedno bolj poudarjena (Cordova, Dolci & Gianfrate, 2015). Mollick (2014) ugotavlja, da je uspeh projektov pri pridobivanju množičnega financiranja povezan z njihovo kvaliteto, s prisotnostjo na socialnih omrežjih ter prisotnostjo karakteristik proizvoda, značilnih za določeno geografsko okolje.

2.2 Osnove vrednotenja zagonskih podjetij

2.2.1 Stopnje investiranja

Ločimo več stopenj investiranja v zagonska podjetja: predhodno investiranje (angl. preliminary investment), semensko investiranje (angl. seed investment), zagonsko investiranje (angl. startup investment), prvostopenjsko investiranje (angl. first-stage investment), drugostopenjsko investiranje (angl. second-stage investment), premostitveno investiranje (angl. bridge investment) ter investiranje v ponovni zagon podjetja (angl. restart investment), ki so odvisne od stopnje, v kateri se podjetje nahaja, ter vplivajo na višino investicije in določanje parametrov, predvsem diskontne stopnje, pri ocenjevanju vrednosti podjetja (Cremades, 2016, str. 90; Sahlman & Scherlis, 1987).

Predhodno investiranje je namenjeno testiranju koncepta, prvim tržnim raziskavam ter pripravi materiala za pridobivanje nadaljnjih investicij. Na tej stopnji investirajo družinski člani in prijatelji ustanoviteljev, praviloma manjše zneske (Cremades, 2016, str. 90–92).

Semensko investiranje je tako kot predhodno investiranje namenjeno raziskovanju podjetnikove ideje v obliki bolj natančnega definiranja proizvoda ali storitve, lahko tudi izdelavi prototipa, oblikovanju ekipe ključnih zaposlenih, pripravi poslovnega načrta, tržni raziskavi ter identifikaciji ciljnih kupcev. Investitorji poleg finančnih sredstev nudijo tudi poslovne nasvete, lahko pa tudi poslovne prostore (Cremades, 2016, str. 93; Sahlman &

Scherlis, 1987). V literaturi najdemo različna poimenovanja investicijskih stopenj, vsebinsko pa so delitve različnih avtorjev primerljive. Tako na primer Cremades (2016, str. 92) takšno vsebinsko opredelitev poimenuje mikro semensko investiranje (angl. micro seed investment) ter pojasni, da se ta stopnja od predhodnega investiranja razlikuje v vrsti investorjev, saj na tej stopnji podjetje sredstva pridobi od poslovnih angelov, v pospeševalnikih in inkubatorjih ter preko množičnega financiranja, lahko pa tudi od lastnikov tveganega kapitala. Na tej stopnji investitorji pri vrednotenju podjetij, v katera investirajo, uporabljajo diskontno stopnjo nad 80 % (Sahlman & Scherlis, 1987).

Zagonsko investiranje je namenjeno podjetju, ki je pripravljeno na začetek poslovanja in izkazuje konkurenčno prednost. Investitorji praviloma aktivno sodelujejo z ustanovitelji pri zaposlovanju ključnih zaposlenih, vzpostavljanju organizacije poslovanja ter povezovanju z dobavitelji, bankami ter s potencialnimi kupci. Na tej stopnji investitorji pri vrednotenju podjetij, v katera investirajo, uporabljajo diskontno stopnjo med 50 % in 70 % (Sahlman & Scherlis, 1987). Pri zagonskem investiranju so investitorji predvsem poslovni angeli in lastniki tveganega kapitala (Cremades, 2016, str. 96).

Prvostopenjsko investiranje ali investiranje serije A (angl. series A investment) je namenjeno podjetju, ki že ima vzpostavljeno poslovanje, delujoči proizvod ter prihodke, ni pa še dobičkonosno. Investirana sredstva so namenjena trženju, zaposlovanju dodatnih zaposlenih, izboljševanju organizacije poslovanja, razvijanju novih ali izboljšavam obstoječega proizvoda oziroma storitve, širitvi proizvodnje, dvigu prodaje ter prodoru na nove trge. Na tej stopnji investirajo poslovni angeli in lastniki tveganega kapitala, lahko pa tudi zaprta kapitalska podjetja in skladi tveganega kapitala (angl. hedge funds) (Cremades, 2016, str. 98–99; Sahlman & Scherlis, 1987). Investitorji se pogosto aktivno vključujejo v reševanje problemov, s katerimi se sooča podjetje, ter podrobno spremljajo delovanje vodstva. Na tej stopnji pri vrednotenju podjetja uporabljajo diskontno stopnjo med 40 % in 60 % (Sahlman & Scherlis, 1987).

Drugostopenjsko investiranje ali investiranje serije B (angl. series B investment) je namenjeno rasti podjetja, ki ima vzpostavljeno poslovanje in prodajo ter praviloma že posluje z dobičkom (Cremades, 2016, str. 99; Sahlman & Scherlis, 1987). Investicije v tem in kasnejših krogih so namenjene pridobivanju sredstev, ki podjetju omogočijo rast, in ne več pokrivanju operativnih stroškov, zato je investicija bolj likvidna, tveganje za investitorje pa nižje, kar se odraža v nižji diskontni stopnji, ki je med 30 % in 50 %. Investitorji so manj vključeni v reševanje problemov kot pri prvostopenjskem investiranju, uspešnost poslovanja pa podrobno spremljajo (Sahlman & Scherlis, 1987). Na tej stopnji investirajo predvsem lastniki tveganega kapitala ter investicijski skladi (Cremades, 2016, str. 100).

Premostitveno investiranje ali investiranje serije C (angl. series C investment) je praviloma zadnja faza pred prevzemom podjetja ali prvo javno ponudbo delnic (angl. initial public

offering), ki v trenutku investicije še ne more biti izvedena zaradi neugodnih tržnih pogojev, velikosti ali uspešnosti podjetja, pričakuje pa se v roku leta dni (Cremades, 2016, str. 100; Sahlman & Scherlis, 1987). Na tej stopnji je investiranje namenjeno ali pokrivanju kapitalskih potreb podjetja do faze prevzema oziroma prve javne ponudbe delnic ali pa pridobivanju deleža v podjetju z namenom dolgoročnega lastništva. V drugem primeru gre večinoma za odkup delnic od zgodnjih investitorjev, ki želijo čim prej izstopiti iz podjetja. Investitorji na tej stopnji se običajno ne vključujejo aktivno v delovanje podjetja. Na tej stopnji investitorji pri vrednotenju podjetij, v katera investirajo, uporabljajo diskontno stopnjo med 20 % in 35 % (Sahlman & Scherlis, 1987). Investitorji na tej stopnji so lastniki tveganega kapitala ter investicijske ustanove, ki praviloma pridobijo delež podjetja, manjši od 50 %, ter zaprte kapitalske družbe, ki praviloma v celoti prevzamejo obstoječe podjetje (Miles, 2017, str. 32).

Med drugostopenjskim ter premostitvenim investiranjem je lahko več stopenj investiranja, namenjenih širitvi podjetja, ki bo omogočila prevzem ali javno ponudbo delnic. V tem primeru vsako stopnjo investiranja poimenujemo z zaporedno črko, premostitveno investiranje pa ni poimenovano investiranje serije C, ampak prav tako z naslednjo zaporedno črko (Cremades, 2016, str. 100).

Sahlman & Scherlis (1987) omenjata tudi investiranje v ponovni zagon, ki je namenjeno podjetju v težavah. Investitorji na tej stopnji kupijo deleže, kljub temu da podjetje posluje pod pričakovanji, po nižji ceni od predhodnih investitorjev, zato pričakujejo visoko stopnjo donosa.

2.2.2 Diskontna stopnja

2.2.2.1 Tradicionalen izračun diskontne stopnje

Diskontna stopnja je mera, ki se uporablja za pretvarjanje vrednosti denarja iz prihodnje na sedanjo vrednost (Koletnik, 2010, str. 78). Izračunamo jo kot tehtano povprečje stroškov kapitala in dolga, kar pomeni, da so v njej zajete zahtevane stopnje donosov vseh virov financiranja podjetja (Rasmussen, 2003, str. 40):

$$WACC = W_E \times R_E + W_D \times R_D \times (1 - T) \quad (1)$$

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala in dolga

W_E = delež kapitalskih virov v podjetju

R_E = strošek kapitalskih virov

W_D = delež dolžniških virov v podjetju

R_D = strošek dolžniških virov

T = davčna stopnja

Strošek kapitala je mogoče izračunati z modelom za določanje cene dolgoročnih sredstev, imenovanim tudi CAPM-model (angl. capital asset pricing model), modelom dograjevanja, modelom diskontiranega denarnega toka ali modelom uravnoteženega določanja stroška kapitala. Vsi modeli vključujejo stopnjo donosa v netvegano naložbo ter pribitek za kapitalsko tveganje, lahko pa tudi pribitek za majhnost podjetja in pribitek za posebna tveganja. V praksi je najpogostejše uporabljen CAPM-model, saj je zanj na voljo več empiričnih podatkov kot za druge modele, poleg tega pa omogoča prilagoditve posebnim značilnostim subjekta ocenjevanja, kar je ključno tudi pri vrednotenju zagonskih podjetij, ter je zato predstavljen v nadaljevanju (Praznik, 2011, str. 55–64). Osnovna ideja modela je, da je donos na naložbo kombinacija tržnega donosa ter kovariance naložbe s tem trgom, zato so investitorji upravičeni do kompenzacije za sprejeto sistematično tveganje, ki je povezano s trgom, ne pa tudi za nesistematično tveganje, ki je specifično za določeno naložbo in se mu je mogoče izogniti z razpršitvijo portofelja naložb (Rasmussen, 2003, str. 63–65):

$$R_E = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \quad (2)$$

R_F = stopnja donosa v netvegano naložbo

β = mera občutljivosti za sistematično tveganje

$R_M - R_F$ = mera donosnosti za tržno tveganje

Strošek dolga izračunamo z uporabo tržne vrednosti, če ta ni na voljo, pa z uporabo knjigovodske vrednosti (Koletnik, 2010, str. 79–80, 88).

Izračun parametrov diskontne stopnje bazira na tržnih podatkih, zato moramo pri ocenjevanju zaprtih podjetij¹ upoštevati odbitek za manjšo likvidnost naložb, ki je višji pri manjšinskih deležih v lastniškem kapitalu kot pri obvladujočih deležih (Praznik, 2011, str. 77).

2.2.2.2 Izračun diskontne stopnje za vrednotenje zagonskih podjetij

Pomanjkanje tržnih podatkov in način delovanja lastnikov zagonskega podjetja onemogočata, da bi diskonto stopnjo, potrebno za vrednotenje tega podjetja, izračunali na standarden, zgoraj opisan način. Zagonska podjetja so ali v celoti v lasti ustanoviteljev, ki nimajo diverzificiranega portfelja naložb, ali v lasti investorjev, kot so na primer lastniki tveganega kapitala, ki imajo delno diverzificiran portfelj naložb, saj investirajo v različna podjetja v eni ali nekaj panogah; zato ni mogoče, da bi pri izračunu upoštevali samo tržno tveganje, temveč moramo delno, v primeru lastnikov, ki so vse imetje investirali v vrednoteno podjetje, pa v celoti, upoštevati tudi za podjetje specifično tveganje, ki ga tradicionalni pristop ne vključuje. Gre za podjetja pred prvo javno ponudbo delnic, zato

¹ V magistrskem delu je z izrazom zaprto podjetje označeno lastniško zaprto podjetje, kar pomeni, da gre za organizacijsko obliko podjetja d.d., ki ne kotira na borzi, ali za d.o.o..

koeficienta β ni mogoče oceniti na osnovi cene delnic. Zagonska podjetja praviloma nimajo izdanih obveznic, posledično stroška dolga ne moremo določiti na osnovi bonitetne ocene obveznice. Banke mladim podjetjem, ki še nimajo visokih prihodkov, zaračunajo višje obresti za dana posojila kot podjetjem z isto bonitetno oceno in višjimi prihodki, zato tudi obrestna mera ni najbolj primerna za izračun stroškov dolga. Poleg tega pa pomanjkanje tržnih vrednosti kapitala in dolga pomeni, da ne moremo določiti uteži strošku kapitala in strošku dolga, ki ju potrebujemo za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala in dolga (Damodaran, 2009).

Upoštevajoč navedene omejitve Damodaran (2009) predlaga alternativni pristop k določanju diskontne stopnje. Koeficient β , potreben za izračun tržnega tveganja, izračunamo v dveh korakih. Za vrednoteno zagonsko podjetje nimamo na voljo tržnih podatkov, obstajajo pa podjetja v isti panogi, ki so že dosegla stopnjo prve javne ponudbe delnic, zato za izračun koeficienta kapitalске β proučevane panoge uporabimo povprečje regresijskih koeficientov β teh podjetij (Damodaran, 2009):

$$U\beta = \frac{AR\beta}{1+(1-T)\times AM(D/E)} \quad (3)$$

$U\beta$ = koeficient kapitalске β panoge (angl. unlevered β for sector)

$AR\beta$ = povprečni regresijski koeficient β javnih delniških družb v panogi

$AM(D/E)$ = povprečno tržno razmerje dolga in kapitala v panogi

Dobljen koeficient kapitalске β panoge prilagodimo za pomanjkanje diverzifikacije portfelja naložb ustanoviteljev ali investorjev tako, da jo delimo s korelacijskim koeficientom portfelja naložb in trga. Investor z diverzificiranim portfeljem naložb ima višjo stopnjo korelacije s trgom kot na primer ustanovitelj, ki je vsa sredstva vložil v ocenjevano podjetje, zato bo končni koeficient β pri investitorju z diverzificiranim portfeljem nižji (Damodaran, 2009):

$$\beta = \frac{U\beta}{C_{\text{portfelj investitorja}}} \quad (4)$$

$C_{\text{portfelj investitorja}}$ = korelacijski koeficient portfelja investitorja in trga

Zagonsko podjetje, ki skozi življenjski cikel pridobi večje investitorje z bolj diverzificiranim portfeljem, s tem znižuje stroške kapitala. V primeru javne prodaje delnic podjetja pa se končni koeficient β približuje koeficientu kapitalске β panoge (Damodaran, 2009).

Strošek dolga lahko ocenimo s pomočjo sintetičnih bonitetnih ocen, dobljenih na osnovi finančnih kazalnikov, kot je na primer kazalnik pokritja obresti, ki so na voljo tudi za zasebni sektor. Za določitev sintetične bonitetne ocene v prvem koraku preučimo finančne

značilnosti podjetij znotraj posameznega razreda, ki imajo uradno dodeljeno bonitetno oceno. Nato ocenjevanemu podjetju določimo bonitetno oceno glede na razred, v katerega spada po višini izbranega finančnega kazalnika in ob upoštevanju karakteristik dejansko ocenjenih podjetij v tem razredu (Damodaran Online, 2018b). Na podlagi dobljene sintetične bonitetne ocene določimo del stroška dolga, ki ga prištejemo stopnji donosa v netvegano naložbo in dodamo še premijo, ki je zaračunana manjšim podjetjem, ter tako dobimo oceno celotnega stroška dolga. Če imajo lastniki podjetja jasno zastavljene cilje glede deleža dolga v finančni strukturi, lahko pri izračunu diskontne stopnje uporabimo ta podatek. V kolikor ta podatek ni znan, je za določitev deleža dolžniških virov bolj smiselna uporaba tržnega povprečja javnih delniških družb v panogi (Damodaran, 2009).

Pri določanju diskontne stopnje je potrebno upoštevati tudi, da se lahko strošek kapitala, strošek dolga ter razmerje med njima skozi življenjski cikel podjetja spreminjajo.

Poleg zgoraj navedenih prilagoditev diskontne stopnje za ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja avtor predlaga prilagajanje diskontne stopnje kot enega izmed možnih načinov vkalkuliranja učinka nelikvidnosti naložb. Bolj kot je naložba nelikvidna, višji bo pribitek obstoječi diskontni stopnji in obratno. Višino pribitka je mogoče določiti na dva načina, kot razliko med stopnjo donosa na likvidno in nelikvidno naložbo, ki sta si, razen stopnje likvidnosti, podobni, ali kot razliko v preteklih donosih na skupino likvidnih sredstev ter preteklih donosih na skupino nelikvidnih sredstev, ki sta si, razen stopnje likvidnosti, podobni. Če se odločimo za ta pristop, ne smemo diskontirati končne vrednosti, saj bi s tem dvakrat zajeli učinek nelikvidnosti (Damodaran, 2009).

Tudi Sahlman & Scherlis (1987) predlagata prilagoditve diskontne stopnje investitorjev pri ocenjevanju vrednosti zagonskega podjetja tako, da le-ta poleg stopnje donosa za netvegano naložbo ter pribitka za sistematično tveganje vključuje še pribitek za sprejeto likvidnostno tveganje, pribitek za dodano vrednost investitorja ter pribitek, s katerim kompenzirajo za neuspešne naložbe v portfelju, in ki odraža izkušnje in skepticizem investitorja. Sicer gre za starejši članek, ki pa je bil leta 2009 revidiran in posodobljen, metodo vrednotenja in prilagoditve posameznih parametrov, med drugim tudi diskontne stopnje, pa pogosto uporabljajo ter navajajo tudi drugi avtorji in ocenjevalci vrednosti.

Stopnja donosa za netvegano naložbo predstavlja kompenzacijo za inflacijo ter majhno povračilo za uporabo sredstev, za določitev njene višine pa uporabimo stopnjo donosa izbrane državne obveznice. Zagonska podjetja so praviloma visoko specializirana, imajo malo kapitala ter velik delež fiksnih stroškov v celotnih stroških, zato so bolj občutljiva za spremembe v panogi, posedično je njihova stopnja sistematičnega tveganja visoka. Sahlman & Scherlis (1987) za izračun pribitka za sistematično tveganje predlagata uporabo prilagojenega povprečnega donosa za sprejeto sistematično tveganje na trgu vrednostih papirjev skozi daljše časovno obdobje, za določitev koeficienta β pa prilagojen povprečni panožni koeficient β izbranih podjetij Standard & Poor's 500 v določenem časovnem

obdobju. Za razliko od Damodarana Sahlman & Scherlis (1987) menita, da pri določanju višine diskontne stopnje ni potrebno upoštevati nesistematičnega tveganja, saj ga investitorji odpravljajo z diverzifikacijo portfelja naložb. Naložbe v zagonska podjetja so manj likvidne, saj zanje ni na voljo dovolj kredibilnih informacij, kot so na primer revidirani računovodski izkazi, prodaja neregistriranih vrednostnih papirjev je zakonsko omejena, število potencialnih kupcev pa je relativno majhno, zato je smiselno diskontni stopnji dodati pribitek za učinek manjše likvidnosti. Sahlman & Scherlis (1987) menita, da so visoke diskontne stopnje investorjev v zagonska podjetja delno tudi posledica pribitka za dodano vrednost, ki jo podjetju doprinesejo in zaračunajo aktivni investitorji, ki s svojim delovanjem dvigujejo vrednost podjetja. Investitorji v zagonska podjetja, kot so lastniki tveganega kapitala, ne investirajo samo v eno podjetje, ampak imajo portfelj številnih naložb, saj vedo, da vsa zagonska podjetja ne bodo uspešna. Podatki kažejo, da povprečno 25 % naložb lastnikov tveganega kapitala doseže ali preseže projekcije, 25 % naložb je neuspešnih in investicija ni nikoli povrnjena, 50 % naložb pa prinese manjše donose, ki povrnejo investicijo in obresti, vendar ne generirajo večjih dobičkov pri prodaji deleža. Posledično investitorji dodajo pribitek diskontni stopnji ter s tem kompenzirajo za neuspešne investicije na ravni celotnega portfelja naložb, ki ima v povprečju 25 % stopnjo donosa (Sahlman & Scherlis, 1987).

Rast in razvoj zagonskega podjetja povzročita, da začne diskontna stopnja, uporabljena za njegovo vrednotenje, padati in se približevati stopnji donosa, ki se pričakuje od javnih delniških družb. Ko se podjetje razširi, hitrost rasti upočasni ter delež fiksnih stroškov v celotnih stroških pade, se sistematično tveganje zmanjša. Večja in bolj uspešna podjetja privabijo več potencialnih investorjev, zato se poveča likvidnost naložbe v to podjetje. Dlje kot podjetje posluje, bolj ustaljene postanejo poslovne prakse, oblikovana pa je tudi izkušena vodstvena ekipa, zato ni več potrebe po tako aktivnem udejstvovanju investorjev v delovanje podjetja kot na začetku, poleg tega pa je napoved pričakovanih prihodkov in dobička lažja, saj lahko projekcije bazirajo na podatkih o dotedanjem poslovanju. V primeru investiranja v ponovni zagon se celoten proces začne znova, zato so diskontne stopnje ponovno višje (Sahlman & Scherlis, 1987).

2.2.3 Osnovna investicijska formula ter izračun lastniškega deleža

Pred vstopom investorjev so ustanovitelji 100 % lastniki zagonskega podjetja. Z vsako investicijo, ki jo podjetje prejme, pa se delu tega lastništva odpovedo in ga prenesejo na investitorja. Vsota vrednosti podjetja pred investicijo in višine investicije nam pove, kakšna je vrednost podjetja po investiciji (Poland, 2017, str. 19–26):

$$PRMVF + I = POMVF \quad (5)$$

PRMVF = vrednost podjetja pred investicijo (angl. pre-money value of firm)

I = investicija

POMVF = vrednost podjetja po investiciji (angl. post-money value of firm)

Količnik med višino investicije ter vrednostjo podjetja po investiranju nam pove, kolikšen delež lastništva zagonskega podjetja pridobi investitor za vložena sredstva, oziroma kolikšnemu deležu lastništva se odpovedo ustanovitelji (Poland, 2017, str. 19–26):

$$IO \% = FD \% = \frac{I}{POMVF} \quad (6)$$

IO = delež lastništva, ki ga v zameno za investicijo pridobi investitor

FD = delež lastništva, ki se mu v zameno za investicijo odpovedo lastniki (angl. founder dilution)

2.3 Metode za vrednotenje zagonskih podjetij

Za vrednotenje zagonskih podjetij obstaja veliko različnih metod, formalno najbolj dodelane in v praksi najpogostejše uporabljene pa so: Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele, metoda vsote dejavnikov tveganj, prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov, prilagojena metoda primerljivih podjetij in metoda ocenjevanja tveganega kapitala. Našteti načini ocenjevanja so preprosti za razumevanje in uporabo, imajo pa tudi vsak svoje omejitve, ki so opisane v nadaljevanju (Damodaran, 2009; Lord & Mirabile, 2017, str. 28–31). Primeri dobre prakse kažejo, da je za določitev vrednosti zagonskega podjetja smiselno uporabiti tehtano povprečje ocenjenih vrednosti tega podjetja, dobljenih z različnimi metodami (Payne, 2011b).

2.3.1 Berkusova metoda vrednotenja zagonskih podjetij

Berkus je metodo razvil leta 1990 kot odgovor na omejitve, ki je bila prisotna pri vseh metodah ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij, to je izračun vrednosti podjetja na osnovi podjetniških projekcij prihodkov in dobička, diskontiranih na sedanjo vrednost. Avtor je razvil metodo ocenjevanja vrednosti petih ključnih elementov zagonskega podjetja, ne da bi za to potreboval finančne projekcije. Pogoj za uporabo metode je prepričanje investitorja, da je potencial podjetja v predprihodkovni fazi dovolj velik, da v petih letih delovanja doseže 20 mio USD prihodkov. Vsak izmed spodaj naštetih ključnih elementov poveča ocenjeno vrednost podjetja do največ 0,5 mio USD. Najvišja ocenjena vrednost podjetja v predprihodkovnem obdobju je tako lahko 2 mio USD, oziroma 2,5 mio USD, če je podjetje že v fazi začetne prodaje (Berkus, 2009). Prisotnost ključnih elementov poveča ocenjeno vrednost podjetja, saj le-ti zmanjšujejo posamezne vrste tveganj, s tem pa povečujejo možnost uspeha podjetja. Ključni elementi za izračun vrednosti podjetja po Berkusovi metodi so: dobra zamisel (zmanjšuje produktno tveganje), (delujoči) prototip (zmanjšuje tehnološko tveganje), dobra vodstvena ekipa (zmanjšuje izvedbeno tveganje), strateške povezave (zmanjšujejo tržno in konkurenčno tveganje) ter uvajanje ali (začetna)

prodaja izdelka (zmanjšujeta finančno ali proizvodno tveganje) (Lord & Mirabile, 2017, str. 28; Poland, 2017, str. 44–45; Berkus, 2012). Ko podjetje doseže prihodkovno stopnjo, uporaba te metode ni več smiselna, saj lahko za izračun vrednosti podjetja uporabimo dejanske prihodke.

Kot odgovor na spremembe na področju investiranja v zagonska podjetja je bila metoda dvakrat posodobljena. Leta 2012 je avtor bolj natančno opredelil vrste tveganj, ki jih prisotnost posameznih ključnih elementov zmanjšuje (Berkus, 2012). Leta 2016 je opozoril, da je izhodiščna matrika preveč restriktivna, in predlagal, da se uporablja v bolj fleksibilni obliki: uporabnik naj oceni elemente zmanjševanja tveganj, ki so ključni za ocenjevano podjetje ter jim določi maksimalne vrednosti, ki so primerne panogi in obdobju, v katerem podjetje deluje (Berkus, 2016).

2.3.2 Metoda primerjalne tabele

Metoda primerjalne tabele, ki jo je leta 2001 razvil in leta 2011 nadgradil Payne, odpravlja nekatere pomanjkljivosti Berkusove metode vrednotenja zagonskih podjetij v predprihodkovnem obdobju: upošteva več dejavnikov uspeha, omogoča določanje velikosti učinka posameznega dejavnika glede na njegovo relevantnost za ocenjevano podjetje ter pri oceni upošteva primerljiva podjetja v panogi (Payne, 2011a; Lord & Mirabile, 2017, str. 28–29).

Pri tej metodi v prvem koraku določimo povprečno predinvesticijsko vrednost primerljivih podjetij v predprihodkovni fazi, ki delujejo v isti regiji in poslovnem sektorju kot ocenjevano zagonsko podjetje. Payne ugotavlja, da se v večini preučevanih regij (Severna Amerika, 2010) vrednost zagonskih podjetij pred investicijo ne spreminja pomembno med poslovnimi sektorji (Payne, 2011a). V drugem koraku ocenjevano podjetje primerjamo s podobnimi zagonskimi podjetji v regiji. Primerjavo naredimo po sledečih kategorijah, ki imajo glede na svojo vlogo v ocenjevanem podjetju različne uteži: sposobnost vodstvene ekipe (0–30 %), velikost priložnosti (0–25 %), proizvod oziroma tehnologija (0–15 %), konkurenčno okolje (0–10 %), marketing oziroma prodajni kanali oziroma partnerstva (0–10 %), potreba po dodatnem investiranju (0–5 %) ter ostalo (0–5 %). Pri določanju višine vpliva naštetih kategorij si lahko pomagamo z delovno tabelo, v kateri je avtor podrobneje opredelil njihovo vsebino, nahaja pa se v *Prilogi 1*. Za vsako kategorijo ocenimo, v kolikšni meri ocenjevano podjetje dosega (manj ali enako 100 %) oziroma presega (več kot 100 %) povprečje izbranih primerljivih podjetij. Velikost uteži množimo z odstotkom doseganja oziroma preseganja povprečja primerljivih podjetij po kategorijah ter dobljene multiplikatorje seštejemo. Vsoto multiplikatorjev množimo s povprečno predinvesticijsko vrednostjo primerljivih podjetij v predprihodkovni fazi, ki smo jo določili v prvem koraku. To nam da ocenjeno vrednost zagonskega podjetja v predprihodkovni fazi, določeno z metodo primerjalne tabele (Payne, 2011a).

Kljub zgoraj izpostavljenim izboljšavam, ki jih nudi metoda primerjalne tabele v primerjavi z Berkusovo metodo vrednotenja zagonskih podjetij v predprihodkovnem obdobju, ima tudi ta metoda pomanjkljivosti. Glavna je subjektivnost pri ocenjevanju izbranega podjetja glede na primerljiva podjetja ter pri izbiri podjetij, ki so osnova za to primerjavo (Payne, 2011a).

2.3.3 Metoda vsote dejavnikov tveganj

Metoda vsote dejavnikov tveganj, ki jo je razvila skupina poslovnih angelov v Ohio (Ohio TechAngels), predstavlja nadgradnjo Berkusove metode in Paynove metode, saj upošteva širši nabor dejavnikov, uporabljenih pri določanju vrednosti zagonskega podjetja v predprihodkovnem obdobju. Poleg tega pa uporabniku omogoča, da pri vrednotenju podjetja upošteva tudi pomembne zunanje dejavnike. Metoda temelji na predpostavki, da večje število dejavnikov tveganja pomeni višje skupno tveganje. Za preučevano podjetje ocenimo sledeče dejavnike tveganj: vodstvo, fazo podjetja, zakonodajno oziroma politično tveganje, proizvodno tveganje, prodajno in marketinško tveganje, tveganje pri financiranju oziroma zbiranju kapitala, konkurenčno tveganje, tehnološko tveganje, pravno tveganje, mednarodno tveganje, tveganje ugleda ter potencialno donosen izstop iz podjetja. Vsakega izmed naštetih dejavnikov tveganj ocenimo z vrednostjo od -2 do +2, pri čemer -2 pomeni zelo negativno, -1 negativno za rast podjetja in donosen izstop iz podjetja, 0 nevtrarno, +1 pozitivno ter +2 zelo pozitivno za rast podjetja in donosen izstop iz podjetja. Vsak dejavnik tveganja, ocenjen s +2, poveča ocenjeno vrednost podjetja za 0,5 mio USD, ocenjen s +1, poveča ocenjeno vrednost za 0,25 mio USD. Vsak dejavnik tveganja, ocenjen z -2, zmanjša ocenjeno vrednost podjetja za 0,5 mio USD, ocenjen z -1, zmanjša ocenjeno vrednost za 0,25 mio USD. Dobljeno vrednost prištejemo k povprečni predinvesticijski vrednosti primerljivih podjetij v predprihodkovni fazi, ki delujejo v isti regiji kot ocenjevano zagonsko podjetje. S tem dobimo ocenjeno vrednost zagonskega podjetja v predprihodkovni fazi z uporabo metode vsote dejavnikov tveganj. Payne opozarja, da je metodo smiselno uporabljati le, če za vrednotenje zagonskega podjetja hkrati uporabljamo še druge metode (Payne, 2011c). Ko podjetje doseže prihodkovno stopnjo, uporaba te metode ni več smiselna (Miles, 2017, str. 98).

2.3.4 Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranih denarnih tokov je v skladu z ekonomsko teorijo najprimernejša metoda za vrednotenje vseh naložb. Predpostavlja, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih bo naložba generirala za investitorja, vsak donos pa je preračunan na sedanjo vrednost z uporabo diskontne stopnje, ki odraža vrednost denarja v času, ter tveganje, povezano s tem donosom. Praviloma pripravimo projekcijo denarnih tokov za omejeno obdobje v prihodnosti, denarne tokove, ki jih pričakujemo po tem obdobju, pa zajamemo v izračunu preostale vrednosti, ki jo prav tako diskontiramo na sedanjo vrednost (Praznik, 2011, str. 71–75). Za diskontiranje preostale vrednosti

uporabimo enako diskontno stopnjo kot za napoved denarnih tokov (Si-revizija, 2018, str. 39).

Damodaran (2009) predlaga sistematičen pristop k vrednotenju mladih podjetij, kamor uvršča tudi zagonska podjetja, s prilagoditvami posameznih komponent, uporabljenih pri metodi diskontiranih denarnih tokov, tako, da čim bolj zajamemo značilnosti ocenjevanih podjetij.

Ocenjevanja prihodnjih denarnih tokov se lahko lotimo na dva načina, s pristopom od zgoraj navzdol (angl. top down approach) ali s pristopom od spodaj navzgor (angl. bottom up approach). V nadaljevanju je opisan samo prvi od omenjenih pristopov, saj je primernejši za vrednotenje podjetja Essential Products. Pri pristopu od zgoraj navzdol najprej definiramo celoten potencialen trg za proizvod ali storitev, ki ga ocenjevano podjetje ponuja, pri čemer moramo biti pozorni, da vsebinska opredelitev ni niti preveč specifična niti preveč generalna, pri določanju velikosti pa si pomagamo s panožnimi podatki, ki jih nudijo različna podjetja. Ker napovedujemo prihodnje denarne tokove, opredelimo tudi pričakovanja glede sprememb in razvoja ocenjevanega trga. Glede na kvaliteto proizvoda ali storitve ter njegovo konkurenčnost ocenimo pričakovan dolgoročni tržni delež, ki ga bo ocenjevano podjetje pridobilo, pri čemer si lahko pomagamo s seznamom največjih konkurentov in njihovih tržnih deležev v panogi, upoštevamo pa tudi resurse, ki jih ima ocenjevano podjetje na voljo, ter sposobnost njegove vodstvene ekipe, da doseže zastavljene cilje. V nadaljevanju moramo oceniti pričakovane operativne stroške glede na pričakovane prihodke, kar je oteženo zaradi pomanjkanja podatkov o preteklem poslovanju ter dejstva, da večina mladih podjetij posluje z izgubo; zato najprej določimo ciljno maržo tako, da upoštevamo podatke bolj uveljavljenih podjetij v panogi ter napovemo, kakšno gibanje marže skozi čas pričakujemo za ocenjevano podjetje. Oceniti moramo tudi obseg pričakovanih nadaljnjih investiranja, potrebnih za doseganje napovedanih stopenj rasti ocenjevanega podjetja. V nadaljevanju moramo oceniti davčni učinek, ki je v prvih letih zaradi negativnega poslovanja nič, nato pa nekaj časa zmanjšan kot posledica olajšave zaradi pokrivanja izgub iz prejšnjih let. Za napoved davčnega učinka za obdobja, ko pričakujemo, da bo podjetje poslovalo z dobičkom in ni več mogoče pričakovati olajšav, pa avtor predlaga uporabo zakonsko določene stopnje davka na dobiček, alternativno pa povprečno efektivno davčno stopnjo, značilno za stabilna podjetja v panogi. V zadnjem koraku tega pristopa moramo preveriti, da je obseg reinvestiranja skladen z napovedanimi stopnjami rasti (Damodaran, 2009):

$$ROC = \frac{EOIAT_t}{CI_{t-1}} \quad (7)$$

ROC = donos na kapital

EOIAT = napovedani poslovni prihodki po davku

CI = investiran kapital

$$CI_{t-1} = CI_0 + \sum_{n=1}^{n=t-1} RI_n \quad (8)$$

RI = dodatna investiranja

Dobljen donos na kapital je smiselno primerjati s panožnim povprečjem in stroškom kapitala podjetja v stabilni fazi, in če je višji, to pomeni, da je napovedan obseg dodatnih investiranja premajhen glede na pričakovane prihodke in obratno (Damodaran, 2009).

Ko opredelimo ciljni trg ocenjevanega podjetja, si lahko pri določanju njegove velikosti ter opredelitvi konkurentov pomagamo z bazami podatkov, kot so Euromonitor Passport, Statista in drugi. Pri napovedovanju prihodkov, stroškov ter ciljne marže si lahko pomagamo s podatki uveljavljenih konkurenčnih podjetij, ki podatke o poslovanju objavljajo v letnih in četrtnih poročilih, na voljo pa so tudi na spletnih straneh, kot so Reuters, Morningstar, Yahoo Finance, Google Finance in druge. Obstajajo tudi ponudniki podatkov o zasebnih transakcijah ter ocenah vrednosti zaprtih podjetij, ki bi bile za ocenjevanje zagonskih podjetij bolj primerne, vendar pa so cene takšnih podatkov praviloma zelo visoke. Vir podatkov o investiranju in vrednosti zagonskih podjetij predstavljajo tudi spletne strani skupin poslovnih angelov, ki objavljajo sumarne podatke o številu in skupni vrednosti investicij v določenem obdobju, o obsegu izstopov iz podjetij in podobno.

Prilagoditve diskontne stopnje, ki jih za ocenjevanje zagonskih podjetij predlaga Damodaran in jih upoštevamo pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, sem podrobno predstavila v poglavju 2.2.2.2 Izračun diskontne stopnje za vrednotenje zagonskih podjetij.

Zaradi praktičnih razlogov in zaradi vedno večje negotovosti moramo na določeni točki prenehati z napovedovanjem prihodnjih denarnih tokov ter oceniti končno vrednost podjetja, ki jo pričakujemo na tej točki. Končna vrednost je lahko izračunana ob predpostavki delujočega podjetja, kjer bodo denarni tokovi še naprej rastli, ob predpostavki, da bo podjetje poslovalo še določeno število let po tej točki, ali pa ob predpostavki, da bo podjetje ob koncu obdobja napovedovanja denarnih tokov prenehalo s poslovanjem. Avtor opozarja, da pri tej metodi za določanje končne vrednosti ne moremo uporabljati multiplikatorjev, saj bi bilo to nekonsistentno z izbranim načinom vrednotenja (Damodaran, 2009).

Namesto prilagajanja diskontne stopnje za verjetnost, da ocenjevano podjetje ne bo preživelo, podjetje vrednotimo dvakrat, enkrat ob predpostavki delujočega podjetja in drugič ob predpostavki neuspeha podjetja (Damodaran, 2009):

$$VOF = VOGC \times (1 - POF) + DSV \times POF \quad (9)$$

VOF = vrednost podjetja

VOGC = vrednost podjetja, ki ne bo prenehalo s poslovanjem (angl. value of going concern)

POF = verjetnost neuspeha

DSV = vrednost neuspešnega podjetja (angl. distress sale value)

Verjetnost neuspeha lahko ocenimo z uporabo panožnih povprečij, lahko zgradimo model na osnovi uspešnih in neuspešnih podjetij v določenem časovnem obdobju, ki nam na podlagi posameznih značilnosti podjetja napove verjetnost preživetja ocenjevanega podjetja, ali pa z uporabo simulacij, ki temeljijo na verjetnostnih porazdelitvah prihodkov, marž in stroškov in nam pomagajo ugotoviti, pod kakšnimi pogoji podjetje ne bo preživel in kakšna je verjetnost za to. Verjetnost, da podjetje ne bo preživel, skozi čas pada (Damodaran, 2009). Menim, da so vsi pristopi kompleksni, za njihovo izvedbo pa potrebujemo vsaj podatke o številu in stopnji preživetja podjetij skozi leta, v primeru izdelave modela in simulacij pa še druge podatke o poslovanju posameznih podjetij. Vir podatkov o stopnji preživetja podjetij po panogah za obdobje od 1998 do 2005 nudi študija Knaup & Piazza (2007), ki za informacijski sektor kaže 25 %-stopnjo preživetja podjetij. Menim, da je potrebno ta podatek kritično presoditi in po potrebi prilagoditi, saj v tem odstotku niso zajete značilnosti podjetja, ki lahko povečujejo njegovo verjetnost uspeha, na primer dober proizvod, kompetenčna vodstvena ekipa in podobno.

Uspeh mladih podjetij je pogosto povezan z enim ali nekaj ključnimi ljudmi v tem podjetju, njihov odhod pa lahko vpliva na višino denarnih tokov, prihodkov in dobička. Vpliv ključnih zaposlenih na vrednost podjetja izračunamo ob upoštevanju obeh scenarijev, torej s ključnimi zaposlenimi, ki ostanejo v podjetju, ali ki odidejo iz podjetja (Damodaran, 2009):

$$KPD = \frac{VOF_{s \text{ ključnimi zaposlenimi}} - VOF_{\text{brez ključnih zaposlenih}}}{VOF_{s \text{ ključnimi zaposlenimi}}} \quad (10)$$

KPD = vpliv odhoda ključnih zaposlenih (angl. key person discount)

Damodaran (2009) predlaga, da ugotovimo vrednost podjetja v primeru odhoda ključnih zaposlenih tako, da v zvezi s tem anketiramo obstoječe kupce, dobljene rezultate pa upoštevamo pri napovedovanju prihodkov in dobička pri scenariju odhoda pomembnih zaposlenih.

Vrednost lastniškega kapitala iz vrednosti celotnega podjetja določimo tako, da prištejemo denar in vrednostne papirje, izločimo dolg ter določimo vrednost cene na enoto kapitala. Ko diskontiramo proste denarne tokove, ki jih predstavljajo investicije v podjetje, v izračun

ne zajamemo denarja in vrednostnih papirjev, ki so last podjetja, zato vrednost kapitala pred investicijo izračunamo po spodnji formuli (Damodaran, 2009):

$$PRMVE = \sum_{t=1}^{t=\infty} \left(\frac{FCFF_t}{(1+R_E)^t} \right) + M + MS - D_{obstoječ} \quad (11)$$

PRMVE = vrednost kapitala pred investicijo

FCFF = prosti denarni tokovi podjetja

M = denar

MS = vrednostni papirji

D = dolg

Vrednost kapitala po investiciji izračunamo tako, da vrednosti kapitala pred investicijo prištejemo nova kapitalska sredstva, odštejemo pa vrednost morebitnih novih dolžniških virov ter izplačila obstoječih lastnikov, pa tudi dolžniški del morebitnih konvertibilnih lastniško-dolžniških vrednostnih papirjev (angl. convertible debt) (Damodaran, 2009):

$$POMVF = PRMVF + E_{nov} + D_{nov} - OCO \quad (12)$$

$$POMVE = POMVF - D_{obstoječ} - D_{nov} \quad (13)$$

POMVF = vrednost podjetja po investiciji

PRMVF = vrednost podjetja pred investicijo

POMVE = vrednost kapitala po investiciji

E = kapital

OCO = izplačilo obstoječih investorjev (angl. owner cash out)

Pri določanju vrednosti kapitala moramo upoštevati tudi posebne pravice določenih investorjev, ki se lahko kažejo v obliki prednostnih pravic do ustvarjenih denarnih tokov v rednem poslovanju ali v primeru likvidacije, oziroma v obliki pravic do soodločanja. Prednostno pravico do denarnih tokov iz poslovanja lahko v vrednotenje zajamemo s prilagoditvijo diskontne stopnje za razpon zajetega tržnega tveganja, pri čemer mora biti prilagojena diskontna stopnja nižja od stroška kapitala, saj pridemo s tem pri diskontiranju do premije za imetnike prednostnih deležev. Za prilagoditev diskontne stopnje avtor predlaga, da netvegani stopnji donosa prištejemo razširjeno zajeto tržno tveganje, ki ga lahko ocenimo s pomočjo sintetične ocene prednostnih deležev tako, da poslovne prihodke delimo z odhodki za obresti in prednostne dividende. Prednostno pravico do izplačila v primeru likvidacije lahko upoštevamo tako, da izračunamo vrednost podjetja ob predpostavki neomejenega delovanja ter od predpostavki likvidacije v točno določeni točki v prihodnosti ter upoštevamo verjetnost posameznih scenarijev. Pravice do soodločanja se lahko nanašajo na možnost sodelovanja v sprejemanju vsakodnevnih operativnih odločitev ali pa na možnost veta oziroma posebne protekcije v primeru izrednih dogodkov. Pravica

veta omogoča njenim imetnikom, da preprečijo izredni dogodek, kot je na primer prevzem podjetja ali prva javna ponudba delnic, če menijo, da je zanje neugoden, vendar s tem znižajo vrednost podjetja, saj je zaradi njihove prisotnosti verjetnost, da pride do takšnega dogodka, nižja (Damodaran, 2009):

$$SP = \frac{VOF_{status\ quo} \times (1 - P_{prevzem}) + AV \times P_{prevzem}}{NOS} \quad (14)$$

P = verjetnost

AV = prevzemna vrednost

NOS = število delnic

Imetniki pravice veta znižajo vrednost podjetja, zato avtor predlaga, da razliko v vrednosti podjetja ob upoštevanju in neupoštevanju njihove prisotnosti upoštevamo kot pribitek obstoječi ceni delnice, za katerega bi bili ti lastniki pripravljeni prodati svoj delež (Damodaran, 2009):

$$SP_{pravica\ veta} = \frac{VOF_{status\ quo} \times (1 - P_{prevzem}) + AV \times P_{prevzem}}{NOS + \frac{VL}{NOS_{pravica\ veta}}} \quad (15)$$

VL = znižanje vrednosti

Pristopi, ki jih avtor predlaga za določanje vrednosti kapitala, temeljijo na poznavanju računovodskih izkazov ter internih informacij o delovanju in lastništvu podjetja, zato menim, da lahko takšno vrednotenje izvedejo samo ocenjevalci, ki imajo vpogled v te podatke, na primer potencialni investitorji pri skrbnem pogledu. Kot zunanji opazovalci, z dostopom zgolj do javno dostopnih informacij, takšnega vrednotenja ne moremo korektno izvesti.

Manj likvidnim investicijam moramo pripisati manjšo vrednost kot sicer podobnim investicijam, ki jih je lažje prodati. Damodaran za določanje višine zmanjšanja vrednosti podjetja, ki je posledica učinka manjše likvidnosti, predlaga tri pristope. V skladu s prvim pristopom naj bi za vsa zaprta podjetja uporabili fiksno zmanjšanje v višini od 25 % do 35 % vrednosti podjetja. Pri uporabi drugega pristopa določimo obseg zmanjšanja vrednosti podjetja glede na specifične značilnosti podjetja, za to pa imamo na voljo tri možnosti: fiksno zmanjšanje vrednosti podjetja prilagodimo za posebne značilnosti podjetja, kot je profitabilnost ali velikost prihodkov, regresijsko funkcijo posebnih značilnosti javnih delniških družb uporabimo kot osnovo za sintetični kazalnik za zaprta podjetja ali pa izračunamo razliko v vrednosti likvidne in nelikvidne naložbe. Tretji pristop zajemanja učinka nelikvidnosti je s prilagajanjem diskontne stopnje in je podrobneje predstavljen v poglavju 2.2.2.2 Izračun diskontne stopnje za vrednotenje zagonskih podjetij (Damodaran, 2009). Menim, da je za izražanje vpliva likvidnosti naložb smiselna uporaba prilagojenega

odstotka zmanjšanja vrednosti podjetja ali prilagajanje diskontne stopnje, saj regresijska funkcija posebnih značilnosti temelji na javnih delniških družbah in torej kljub zajemanju večjega vpliva dejavnikov ne bi nujno dala relevantnega odstotka znižanja, njena izvedba pa je kompleksnejša.

Tradicionalna metoda diskontiranih denarnih tokov je kljub razširjenosti uporabe predmet kritik, vse izpostavljajo enake pomanjkljivosti. Ker prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov izhaja iz tradicionalne metode, je podvržena enakim pomanjkljivostim. Finančne projekcije po drugem letu napovedi so nezanesljive, saj ne moremo predvideti izrednih dogodkov, kot so na primer gospodarska kriza, povečani konkurenčni pritiski, zaostrovanje cenovnih pogojev s strani dobaviteljev, hkrati pa imajo pomemben vpliv na višino pričakovanih denarnih tokov in dobičkov (Jones, 2018). Menim, da je pri zagonskih podjetjih ta problem še bolj izrazit, saj je težavno že napovedovanje rednih dogodkov in uspeha poslovanja.

Višina diskontne stopnje za vrednotenje javnih delniških družb je zanesljiva toliko, kot so zanesljivi viri podatkov posameznih komponent, iz katerih je sestavljena, pri čemer je predvsem problematično določanje koeficienta β . Ko dobljeno diskontno stopnjo prilagajamo za vrednotenje zaprtih podjetij, njeno zanesljivost še zmanjšamo, saj ni mogoče natančno določiti višine pribitka za posebnosti ocenjevanih podjetij. Problematično je tudi določanje končne vrednosti, sploh ob uporabi stabilne stopnje rasti v neskončnost, saj je le-ta teoretična predpostavka in ne dejstvo, na ocenjeno vrednost podjetja pa ima pomemben vpliv (Jones, 2018).

Glede na to, da je že tradicionalna metoda diskontiranih denarnih tokov opredeljena kot najprimernejša za vrednotenje naložb, prilagojena različica pa upošteva tudi posebnosti zagonskih podjetij, menim, da nudi najbolj sistematičen pristop k določanju vrednosti zagonskih podjetij, zajame največ dejavnikov, ki vplivajo na njihovo vrednost in posledično omogoča bolj natančno vrednotenje kot ostale metode. Vendar pa je njena izvedba zahtevna in lahko naletimo na omejitve pri dostopu do informacij o poslovanju podjetja, modeli, s katerimi vrednotimo vplive na vrednost podjetja, pa so lahko precej kompleksni in kot taki izvedljivi zgolj za ocenjevalce, ki imajo za njihovo implementacijo dovolj resursov.

2.3.5 Prilagojena metoda primerljivih podjetij

Pri tradicionalnem tržnem načinu ocenimo vrednost podjetja tako, da ga primerjamo z enakimi ali s podobnimi podjetji, za katera so na voljo cenovni dokazi o njihovi vrednosti (Si-revizija, 2018, str. 29). Pomembna je predvsem primerljivost v dejavnikih, ki vplivajo na stopnjo tveganja, sekundarno pa tudi podobnost po velikosti, trgu, proizvodih ali storitvah, geografskem področju delovanja, primerljivih preteklih podatkih ter predvideni stopnji rasti (Praznik, 2011, str. 87).

Ocenjevalci skušajo tradicionalni tržni način vrednotenja podjetij prilagoditi tako, da ga lahko uporabijo za vrednotenje mladih zaprtih podjetij, osnova za primerjavo pa so ali vrednosti transakcij podobnih zaprtih podjetij ali prilagojene tržne vrednosti javnih delniških družb v isti panogi (Damodaran, 2009).

Pri uporabi multiplikatorjev zasebnih transakcij zberemo podatke o zaprtih, mladih podjetjih, ki so ocenjevanemu podjetju podobna po vrsti dejavnosti, velikosti in stopnji razvoja, ter o vrednostih, po katerih so bila prodana ali kupljena. Za primerljiva podjetja izberemo skupno spremenljivko, na primer prihodke, dobiček ali panožno značilno spremenljivko, na osnovi katere z upoštevanjem vrednosti transakcij izračunamo multiplikator. Multiplikator uporabimo za isto spremenljivko pri ocenjevanem podjetju, da določimo njegovo vrednost. Metodo je smiselno uporabljati za vrednotenje podjetij, ki nameravajo ostati majhna in zaprta. Da pridemo do čim boljše ocene, je dobro, da uporabljamo multiplikatorje spremenljivk, ki jih je težje manipulirati, na primer uporabimo prihodke namesto dobičkov, ter uporabimo multiplikatorje za določanje vrednosti celotnega podjetja in ne samo kapitala, saj imajo lahko posamezni lastniški deleži zaradi posebnih pravic različne vrednosti, mlada podjetja pa uporabljajo tudi dolžniške vire. Priporočljivo je, da zberemo čim večjo bazo podatkov in nato izločimo neprimerne transakcije; ker so podatki pogosto na voljo za daljše časovno obdobje, pa oceno prilagodimo tudi za časovne razlike. Smiselno je zbrati podatke o temeljnih dejavnikih, ki jih uporabljamo tudi pri drugih metodah, to so denarni tokovi, rast podjetja in stopnja tveganja, ter ugotoviti povezavo med njimi in vrednostjo transakcije, nato pa to vključiti v model vrednotenja. Pri tej metodi obstajajo omejitve, saj zasebne transakcije ne potekajo nujno med nepovezanimi osebami, cene transakcij lahko vključujejo druge specifične dejavnike, zasebne transakcije so manj pogoste in zato njihova vrednost ne odraža nujno trenutnega stanja trga, mlada podjetja nimajo visokih prihodkov in dobičkov, zato sicer pogosto uporabljeni multiplikatorji na njihovi osnovi niso smiselni, obstajajo razlike v računovodskih standardih za zaprta podjetja, lastniški deleži niso standardizirani, saj lahko vključujejo posebne pravice za določene investitorje in se razlikujejo v stopnji likvidnosti (Damodaran, 2009). Poleg že naštetih omejitev je glavna ovira za uporabo multiplikatorjev zaprtih podjetij nedostopnost podatkov o njihovem poslovanju. Takšna podjetja pogosto niso zavezana k razkrivanju računovodskih informacij, zato tudi izračun multiplikatorjev na njihovi osnovi ni mogoč. Ponudniki podatkov o zaprtih podjetjih in zasebnih transakcijah, kot so na primer Statista, Bizcomps in ValuSource, pa imajo zelo visoke cene dostopa do teh podatkov.

Uporaba multiplikatorjev javnih delniških družb je smiselna pri ocenjevanju vrednost tistih podjetij, ki načrtujejo vstop na večje trge ter javno ponudbo delnic ali prevzem s strani večjega podjetja. Damodaran (2009) za preprečevanje napak in izboljšanje ocenjevanja predlaga uporabo napovedanih prihodnjih prihodkov in dobičkov ter prilagoditev multiplikatorjev na obdobje, za katerega jih bomo napovedovali, upoštevanje verjetnosti

preživetja ter zajemanje učinka manjše likvidnosti na enak način kot pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, poleg tega pa predlaga prilagoditev diskontne stopnje zaradi manjše diverzificiranosti lastnikov zagonskih podjetij. Pridobivanje časovno ustreznih tržnih podatkov je pri tej metodi bolj enostavno, vendar apliciramo podatke o velikih javnih delniških družbah na mlada zaprta podjetja. Multiplikatorji velikih javnih delniških družb in mladih zaprtih podjetij se razlikujejo, saj so bolj zrela podjetja večja, imajo uveljavljeno tržno moč in manj potenciala za rast, verjetnost neuspeha je pri njih manjša, njihovi investitorji imajo bolj diverzificiran portfelj naložb, poleg tega pa so njihove naložbe bolj likvidne. Multiplikatorji javnih delniških družb praviloma temeljijo na prihodkih, dobičku oziroma knjigovodskih vrednostih, pri zagonskem podjetju pa so ti majhni, negativni, ali pa podatki o njih niso na voljo. Posledično bi multipliciranje teh vrednosti vodilo do nesmiselnih rezultatov, zato je uporaba prihodnjih prihodkov in dobičkov ena izmed prilagoditev tradicionalne metode primerljivih podjetij za vrednotenje zagonskih podjetij (Damodaran, 2009). Spletne strani, kot so Reuters, Morningstar, Yahoo Finance, Google Finance in drugi, poleg podatkov o poslovanju javnih delniških družb nudijo že izračunane finančne kazalnike za posamezna podjetja, nekateri pa tudi za panogo, v kateri konkurenti delujejo, za različna obdobja.

Podobno kot pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov se tudi pri uporabi multiplikatorjev prednosti in slabosti tradicionalne metode primerljivih podjetij odražajo v prilagojeni metodi, primerni za vrednotenje zagonskih podjetij. Izvedba metode je preprosta in temelji na manj predvidevanjih kot prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov, multiplikatorji javnih delniških družb so objavljeni in redno ažurirani, njihova primerjava je enostavna, na voljo pa so tudi panožni multiplikatorji. Multiplikatorji so odraz trenutnega tržnega stanja. Po drugi strani je uporaba metode problematična, saj vrednost podjetja določimo na osnovi ene postavke, za katero predvidevamo, da zajema vse ključne dejavnike generiranja vrednosti podjetja, hkrati pa iz nje ne moremo določiti stopenj dobičkonosnosti, rasti in tveganja. Metoda je podvržena možnosti pristranskosti ocenjevalca, saj lahko ta z višino multiplikatorja ali izbiro podjetij, ki so osnova za primerjavo, manipulira z dobljeno oceno vrednosti izbranega podjetja (Schreiner, 2007). Poleg tega je potrebno multiplikatorje v primeru vrednotenja na osnovi podatkov javnih delniških družb prilagoditi tudi glede na časovni okvir napovedanih podatkov ocenjevanega podjetja, ki jih multipliciramo, kar je prav tako stvar subjektivne presoje in lahko pristransko vpliva na dobljeno oceno vrednosti proučevanega podjetja. V kolikor podjetje vrednotimo na osnovi prihodnjih podatkov, moramo dobljeno vrednost diskontirati, pri čemer ima tudi višina diskontne stopnje pomemben vpliv na ocenjeno vrednost podjetja.

Metrick & Yasuda (2010) v svojem delu večkrat poudarjata, da pridemo z uporabo multiplikatorjev do vrednosti podjetja, kot jo ocenjuje trg, z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov pa do vrednosti, kot jo ocenjuje uporabnik metode; zato je smiselno, da

vrednost izbranega podjetja ocenimo na oba načina in ju med seboj primerjamo, v primeru zelo različnih ocen pa skušamo najti vzrok zanje.

2.3.6 Metoda ocenjevanja tveganega kapitala

Sahlman & Scherlis (1987) sta opisala metodo za vrednotenje visoko tveganih, dolgoročnih investicij, s katerimi se srečujejo lastniki tveganega kapitala. Leta 2009 je bila metoda dopolnjena, v praksi pa so njene variacije pogosto uporabljene. Avtorja sta predstavila dve različici metode, glede na to, ali ocenjevano podjetje pričakuje nadaljnje kroge investiranja ali ne (Sahlman & Scherlis, 1987). Tudi Metrick & Yasuda (2010, str. 185) opozarjata, da obstaja veliko variacij metode ocenjevanja tveganega kapitala, poleg svojega pristopa pa predlagata še modifikacijo metode tako, da upošteva stroške investitorjev tveganega kapitala kot ločeno kategorijo in ne kot del diskontne stopnje. Njun pristop k izvajanju te metode je predstavljen v poglavju 2.3.6.3 Prilagojena metoda ocenjevanja tveganega kapitala.

Ta metoda velja za najpogostejše uporabljeno med lastniki tveganega kapitala, ki ocenjujejo vrednost tveganih zagonskih podjetij, da se lahko odločijo o smiselnosti investicij. Pojma tvegani kapital in tvegano podjetje ne pomenita iste stvari. Z izrazom tvegani kapital označujemo obliko financiranja zagonskega podjetja, kjer sklad ali korporacija investira denar, zbran iz različnih virov, v zagonsko podjetje, za katerega pričakuje uspešno rast in visoke donose. V zameno za investicijo ter s tem poveznim tveganjem, da le-ta ne bo povrnjena, ter v zameno za aktivno sodelovanje v vodenju podjetja, pridobijo investitorji lastništvo nad določenim deležem podjetja. Zagonska podjetja so tvegana, saj je njihova dolgoročna uspešnost vprašljiva, v povprečju od desetih podjetij samo eno ali dve generirata visoke donose, preostala pa generirajo donos, ki pokrije investicijo, ali prenehajo s poslovanjem (Miles, 2017, str. 19, 31, 32, 161). Visoka stopnja tveganja zagonskih podjetij je povezana s tem, da podjetje šele vzpostavlja poslovanje in vodstveno ekipo, pridobiva kupce, razvija ali izboljšuje proizvod ter pridobiva finančna sredstva, verjetnost, da bo pri vsem tem uspešno, pa je majhna (Lord & Mirabile, 2016, str. 11–18).

2.3.6.1 Osnovna metoda brez nadaljnjih krogov investiranja

Naredimo projekcijo čistega dobička podjetja v letu izhoda investitorjev (angl. terminal year) ob predpostavki, da bo podjetje doseglo zastavljeni višini prodaje in marže. Nato določimo razmerje med ceno in dobičkom, primerno za podjetje, ki je doseglo merilo uspešnosti, izraženo v prvem koraku. Multiplikator se lahko določi na osnovi podatkov podjetij, ki so primerljiva po velikosti, dobičkonosnosti, stopnji rasti, kapitalski intenzivnosti, stopnji tveganja ... Pričakovano vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev dobimo tako, da množimo projekcijo čistega dobička v letu izhoda investitorjev s P/E multiplikatorjem (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$TV = P/E \times TNI \quad (16)$$

TV = pričakovana vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev (angl. terminal value)

P/E = razmerje med ceno in dobičkom

TNI = čisti dobiček v letu izhoda investitorjev (angl. terminal net income)

Glede na želeno letno stopnjo donosa na investicijo izračunamo pričakovano vrednost investicije v letu izhoda investitorja (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$RFVI = (1 + IRR)^{št.let} \times I \quad (17)$$

RFVI = pričakovana vrednost investicije v letu izhoda investitorja

IRR = interna stopnja donosa

I = investicija

Dobljene vrednosti so osnove za izračun zahtevanega deleža lastništva investitorja v podjetju glede na višino investicije (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$\begin{aligned} FOR &= \frac{RFVI}{TV} \\ FOR &= \frac{(1+IRR)^{št.let} \times I}{P/E \times TNI} \\ FOR &= \frac{I}{\frac{TV}{(1+IRR)^{št.let}}} \end{aligned} \quad (18)$$

FOR = delež končnega lastništva, ki ga zahteva investitor

Spletna stran Cambridge Associates redno objavlja kazalnike uspešnosti za zasebni sektor ter posebej za podjetja, ki so financirana s tveganim kapitalom, po različnih panogah in sektorjih za področje Združenih držav Amerike. Po njihovih podatkih znaša interna stopnja donosa za zaprta podjetja, ki so prvo investicijo prejela v letu 2016, za panogo informacijske tehnologije, 45,31 %, za podsektor informacijske tehnologije, tehnološka strojna oprema in proizvodi, pa 40,7 % (Cambridge Associates, 2018a, str. 21, 24). Interna stopnja donosa za zaprta podjetja, ki so prvo investicijo v obliki tveganega kapitala prejela v letu 2016, za panogo informacijske tehnologije znaša 34,74 %, za podsektor informacijske tehnologije, tehnološka strojna oprema in proizvodi, pa 58,36 % (Cambridge Associates, 2018b, str. 24, 27).

S pomočjo diskontne stopnje preračunamo vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev na sedanjo vrednost. Pri zagonskih podjetjih je diskontna stopnja zelo visoka, praviloma med 35 % in 80 % na leto. Količnik med vrednostjo investicije in izračunano sedanjo vrednostjo podjetja nam pove, kakšen bo delež lastništva investitorja (Sahlman & Scherlis, 1987).

2.3.6.2 Metoda, ki upošteva nadaljnjo razpršitev lastništva

Praviloma zagonska podjetja pridobivajo sredstva v več krogih financiranja, posledično pa to pomeni več krogov izdaj delnic. Poleg tega v zgodnjih fazah izdajajo delnice svojim ključnim zaposlenim, saj jih s tem spodbujajo k delu, ki bo maksimiralo vrednost podjetja. Vsaka novo izdana delnica pomeni zmanjšanje deleža lastništva za obstoječe lastnike. V nadaljevanju opisana metoda to upošteva.

Oceno vrednosti podjetja v letu izhoda investorjev izračunamo enako kot pri metodi, ki ne upošteva nadaljnjih krogov investiranja. Na osnovi pričakovanih finančnih potreb pripravimo projekcijo višine investicij v podjetje po letih. Za vsak krog investiranja izračunamo delež lastništva, ki ga zahteva investor, na enak način kot pri metodi, ki ne upošteva več stopenj financiranja. Delež lastništva, namenjen zaposlenim, v formulo vključimo kot dodatni, zadnji krog financiranja (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$\begin{aligned}FOR(1.krog) &= \frac{RFVI}{TV} \\FOR(2.krog) &= \frac{RFVI}{TV} \\&\dots \\FOR(N.krog) &= \frac{RFVI}{TV}\end{aligned}\tag{19}$$

Dobljene zahtevane deleže lastništva investorjev in zaposlenih seštejemo. Preostali del do 100 % predstavlja lastniški delež ustanoviteljev, oziroma daje možnost dodatnih pogajanj. V kolikor je vsota vseh lastniških deležev višja od 100 %, je potrebno ponovno preučiti izvedljivost zastavljenega projekta. V tem koraku zahtevan delež lastništva še ne izraža vpliva pričakovanih prihodnjih krogov investiranja. Ta vpliv bo zajet pri preračunu lastniških deležev iz prihodnjih na sedanje vrednosti. Izdaja novih delnic novim investorjem za obstoječe lastnike predstavlja zmanjšanje njihovega lastniškega deleža. Odstotek zadržanja je dejanski delež končnega lastništva posameznega investitorja ob upoštevanju ostalih krogov financiranja (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$R\%(1.krog) = 1 - \sum FOR(2.krog) + \dots + FOR(N.krog)\tag{20}$$

R % = delež zadržanja (angl. retention percentage)

Razmerje med zahtevanim deležem končnega lastništva in deležem zadržanja nam pove, kolikšen delež trenutnega lastništva mora v času investiranja zahtevati posamezni investitor (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$COR(1.krog) = \frac{FOR(1.krog)}{R\%(1.krog)}$$

$$\begin{aligned}
COR(2.krog) &= \frac{FOR(2.krog)}{R\%(2.krog)} \\
&\dots \\
COR(N.krog) &= \frac{FOR(N.krog)}{R\%(N.krog)}
\end{aligned} \tag{21}$$

COR = delež trenutnega lastništva, ki ga zahteva investitor

Z deležem trenutnega lastništva, ki ga zahteva investitor, ter ob upoštevanju števila že izdanih delnic pred investiranjem lahko izračunamo število delnic, ki ji mora kupiti investitor ter jih mora podjetje na novo izdati, da bo investitor pridobil želeni lastniški delež (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$\begin{aligned}
NS(1.krog) &= \frac{COR(1.krog)}{1-COR(1.krog)} \times OS \\
NS(2.krog) &= \frac{COR(2.krog)}{1-COR(2.krog)} \times OS \\
&\dots \\
NS(N.krog) &= \frac{COR(N.krog)}{1-COR(N.krog)} \times OS
\end{aligned} \tag{22}$$

NS = število novoizdanih delnic

OS = število delnic, ki so bile izdane do posameznega kroga investiranja

Količnik med višino investicije ter številom novo izdanih delnic nam pove, kakšna je cena delnice v posameznem krogu investiranja (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$\begin{aligned}
SP(1.krog) &= \frac{I(1.krog)}{NS(1.krog)} \\
SP(2.krog) &= \frac{I(2.krog)}{NS(2.krog)} \\
&\dots \\
SP(N.krog) &= \frac{I(N.krog)}{NS(N.krog)}
\end{aligned} \tag{23}$$

SP = cena delnice

Količnik med vrednostjo podjetja v letu izhoda investitorjev ter številom vseh delnic, ki jih je podjetje izdalo, nam pove, kakšna je cena delnice v letu izhoda investitorjev (Sahlman & Scherlis, 1987):

$$TSP = \frac{TV}{AS} \tag{24}$$

TSP = cena delnice v letu izhoda investitorjev (angl. terminal share price)

AS = število vseh delnic podjetja

Ker metoda temelji tako na napovedovanju prihodnjih denarnih tokov kot uporabi multiplikatorjev, poleg tega pa moramo dobljeno vrednost diskontirati na sedanjo vrednost, menim, da se pri njeni uporabi soočamo z enakimi omejitvami kot pri metodah, ki jih predlaga Damodaran. To pomeni, da napovedani denarni tokovi ne zajemajo izrednih dogodkov, uporabljena diskontna stopnja je lahko vprašljiva, uporabljeni multiplikatorji pa pristranski. Kljub temu gre za eno izmed najpogostejše uporabljenih metod za vrednotenje zagonskih podjetij, predvsem med lastniki tveganega kapitala.

2.3.6.3 Prilagojena metoda ocenjevanja tveganega kapitala

Koraki izvedbe, kot jo predlagata Metrick & Yasuda (2010, str. 178–188), so podobni zgoraj opisanim, razlikujejo pa se v načinu izvedbe. Najprej določimo vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev, trenutno vrednost investicije primerjamo z njeno vrednostjo v letu izhoda investitorjev ter tako določimo ciljni donos, nato ocenimo število obstoječih in novih delnic ter pričakovan odstotek zadržanja, na koncu pa podamo mnenje o smiselnosti investiranja v ocenjevano podjetje.

Vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev lahko določimo z uporabo multiplikatorjev primerljivih podjetij, podobno kot to predlagata avtorja originalne metode, lahko pa tudi z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov. Alternativno lahko vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev določimo tudi kot povprečno vrednost podobnih podjetij v panogi v času njihove prve javne ponudbe delnic ali prevzema (Metrick & Yasuda, 2010, str. 179–180).

Za razliko od originalne metode pri tej različici verjetnost neuspeha ni zajeta v višini diskontne stopnje, ampak je samostojno izražen parameter. Vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev prilagodimo za verjetnost uspeha, nato pa ob upoštevanju stroška tveganega kapitala ter pričakovanega števila let do izhoda investitorjev prilagojeno vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev diskontiramo na sedanjo vrednost, ob predpostavki, da do izhoda ne bo več dodatnih krogov investiranja (Metrick & Yasuda, 2010, str. 180–181):

$$DTV = TV \times \frac{P}{(1+R_E)^{št.let}} \quad (25)$$

DTV = vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev, diskontirana na sedanjo vrednost

P = verjetnost uspeha

Del formule (25), ki izraža verjetnost uspeha in diskontno stopnjo, imenujemo diskontni faktor, njegova inverzna funkcija pa nam da multiplikator vloženega denarja (26), ki ga lahko izrazimo tudi kot funkcijo ciljnega donosa investicije (27) (Metrick & Yasuda, 2010, str. 180–182):

$$M = \frac{(1+R_E)^{št.let}}{P} \quad (26)$$

$$M = (1 + TR)^{št.let} \quad (27)$$

M = multiplikator

TR = ciljni letni donos investicije

Delež zadržanja izračunamo kot razmerje med številom vseh delnic, izdanih do vključno tistega kroga investiranja, ki je predmet izračuna, ter pričakovanim številom vseh delnic, ki bodo izdane v vseh krogih zbiranja sredstev, vključno s prvo javno ponudbo delnic ali prevzemom (28). Ocena števila vseh izdanih delnic lahko temelji na preteklih izkušnjah, podatkih podjetij, ki so že dosegla prvo javno ponudbo delnic ali prevzem, oziroma na osnovi modela (Metrick & Yasuda, 2010, str. 182).

$$R \% = \frac{OS+NS}{AS} \quad (28)$$

Deleža trenutnega lastništva, ki ga zahteva investitor, za razliko od originalne metode ne izračunamo iz deleža končnega lastništva in deleža zadržanja, temveč kot količnik med številom delnic, ki jih prejme investitor v zameno za investirana sredstva, ter številom vseh delnic podjetja (Metrick & Yasuda, 2010, str. 183–185):

$$COR = \frac{NS}{AS} \quad (29)$$

Seveda je takšen izračun deleža trenutnega lastništva mogoč samo ob predpostavki, da so vse delnice enakovredne. V primeru različnih pravic posameznih lastnikov bi deleže investorjev lahko vrednotili z uporabo opcij.

Sedanjo vrednost celotnega podjetja izračunamo tako, da diskontirano vrednost podjetja iz leta izhoda investorjev prilagodimo za odstotek zadržanja (30), nato pa na dobljeno vrednost apliciramo izračunani delež trenutnega lastništva investitorja, da pridemo do trenutne vrednosti lastniškega deleža tega investitorja (31) (Metrick & Yasuda, 2010, str. 183–185):

$$VOF = TV \times \frac{R \%}{M} \quad (30)$$

$$PVOF = VOF \times COR \quad (31)$$

PVOF = trenutna vrednost investitorjevega deleža podjetja

Pri originalni metodi lahko podamo mnenje o smiselnosti investiranja na osnovi primerjave vrednosti investicije ter trenutne vrednosti investitorjevega deleža podjetja. Kot modifikacijo metode Metrick & Yasuda (2010, str. 183-188) predlagata, da pri podajanju mnenja o smotrnosti investiranja v investitorjevih stroških poleg same investicije upoštevamo še obresti ter provizijo za opravljanje vodstvene ali svetovalne funkcije v podjetju. Menita, da je to boljše kot prilagajanje diskontne stopnje za te dejavnike, saj so tako posamezni stroški investiranja bolj pregledni, poleg tega pa se pravice posameznih investitorjev razlikujejo.

3 VREDNOTENJE PODJETJA ESSENTIAL PRODUCTS

V tretjem delu magistrske naloge je predstavljeno podjetje Essential Products z vidika dejavnikov, ki so pomembni za ocenjevanje njegove vrednosti, ter javno dostopne ocene glede vrednosti podjetja, števila izdanih delnic ter obsega investiranja. Temu sledi prikaz izračunov vrednotenja podjetja z uporabo šestih metod, ki sem jih opisala kot primerne za vrednotenje zagonskih podjetij. Metode se med seboj pomembno razlikujejo v obsegu parametrov, ki jih zajamejo v izračun, kar vpliva na zanesljivost dobljene vrednosti, poleg tega pa so Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele ter metoda vsote dejavnikov tveganj primerne za podjetja v predprihodkovni fazi, ki jo je podjetje Essential Products že preseglo, metoda ocenjevanja tveganega kapitala ter prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov temeljita na predpostavki, da lahko čim bolj natančno napovemo prihodke in dobiček podjetja, prilagojena metoda primerljivih podjetij pa sicer omogoča prosto izbiro spremenljivk, ki jih multipliciramo, vendar avtor tudi v tem primeru predlaga uporabo prihodkov ali dobička. Prve tri metode torej niso primerne za vrednotenje izbranega podjetja, njihova uporaba vodi do podcenjene vrednosti podjetja.

Podjetje Essential Products sem izbrala, ker je na spletu mogoče najti podatke o njihovem poslovanju, proizvodih in ciljih za prihodnost, pa tudi o investiranju, ki ga je prejelo do sedaj. Najti je mogoče tudi veliko neuradnih informacij, ki so pri ocenjevanju zagonskega podjetja pomembne, saj vplivajo na to, kakšno sliko si o podjetju ustvari ocenjevalec in omogočajo sklepanje o prihodnosti podjetja. Čim več javno dostopnih informacij je bil ključni kriterij pri izbiri, saj za razliko od potencialnih investitorjev nimam dostopa do podatkov o poslovanju, možnosti intervjujev z ustanovitelji in zaposlenimi, ogleda podjetja in podobno. Poleg tega gre za zagonsko podjetje, ki je doseglo status samoroga, preden je s prodajo svojih proizvodov sploh začelo, kar nakazuje, da investitorji v njem vidijo ogromen potencial. Zelo me je pritegnil koncept podjetja, po dostopnih cenah ponuditi tehnologijo v premium izvedbi in na način, ki bo uporabnikom poenostavil življenje, saj je zelo ambiciozen, ker apelira na velik trg, ki ga trenutno obvladujeta dve veliki korporaciji.

3.1 Predstavitev podjetja Essential Products

Essential Products je zagonsko podjetje s sedežem v Silicijevi dolini v Kaliforniji, ki sta ga leta 2015 ustanovila Andy Rubin ter Matt Hershenson, in deluje na področju pametne uporabniške tehnologije. Razvija in proizvaja mobilne telefone in dodatke zanje, najbolj izpostavljena med njimi je snemljiva 360-stopinjska kamera, ter pametne asistente za dom. Andy Rubin je z razlogi za ustanovitev podjetja opredelil bistvene značilnosti, ki naj bi jih imeli njegovi proizvodi. Naprave naj vsebujejo samo aplikacije, ki jih uporabnik želi, in naj bodo medsebojno povezljive, ne glede na to, kdo je njihov ponudnik, izdelane pa naj bodo kvalitetno in iz dobrih materialov, pa kljub temu dostopne širši množici. Želi tudi, da naprave ne zastarajo vsako leto in da tehnologija uporabnikom olajša življenje. Člani upravnega odbora podjetja so njegov ustanovitelj in hkrati predstavnik Playground Globala Andy Rubin, predstavnik Redpoint sklada tveganega kapitala Jeff Brody ter Pueo Keffer, ki je predsednik sklada Access Technology Ventures (Crunchbase, 2018b; Essential Products, 2018; Rubin, 2017). Andy Rubin je soustanovitelj Androida, v preteklosti pa je bil zaposlen tudi pri Googlu (v nadaljevanju Alphabet) na področju robotike ter pri Applovem oddeljenem podjetju (angl. spin-off) General Magic. Jeff Brody ima bogate izkušnje v tehnološkem sektorju ter z ustanavljanjem zagonskih podjetij in investiranji vanje, Pueo Keffer pa ima veliko izkušenj s področja investiranja v zagonska podjetja ter deluje kot upravni član v več družbah (Crunchbase, 2018a; Crunchbase, 2018c; Crunchbase, 2018d; Levy, 2017). Podjetje ima okoli 100 zaposlenih, nekateri od njih so pred tem delali pri Samsung Electronics Co., Ltd. (v nadaljevanju Samsung Electronics) in Apple, Inc. (v nadaljevanju Apple), ki sta opredeljena kot glavna konkurenta podjetja, pa tudi pri Alphabetu, ki je eden izmed največjih konkurentov na področju pametnih asistentov za dom (Barinka & Gurman, 2018; Essential Products, 2018; Windsor, 2018; Winkler, 2017a). Poleg njih lahko med konkurenti izpostavimo še NextBit Systems, Inc., ki ga je prevzelo podjetje Razer, Inc., Oppo Electronics Corporation, Ltd., Obi Worldphone, Meizu Telecom Equipment Co., Ltd., HTC Corporation in druge (Bloomberg, 2018; Oowler, 2018).

Še pred začetkom prodaje proizvodov je predsednik podjetja Niccolo de Masi izpostavil, da podjetje vsa sredstva vlaga v razvoj izdelka, oglaševanje in širjenje prepoznavnosti med potencialnimi uporabniki pa sta na drugem mestu (Heater, 2017). Po navajanju Bloomberg (Barinka & Gurman, 2018) naj bi v razvoj prvega telefona vložili več kot 100 mio USD, kar znaša približno tretjino vseh investiranih sredstev. Blagovno znamko želijo graditi s konsistentnim izdajanjem novih, kvalitetnih proizvodov, ki bodo dokaz odličnosti podjetja, pozicionirati pa se želijo kot premium blagovna znamka, dostopna po razumni ceni. Dobičkonosnost v prvih letih ni pričakovana, za doseganje zastavljenih ciljev pa je predsednik omenil desetletno obdobje. Kot pomembno prednost je izpostavil okvir telefona iz titana, ki hkrati predstavlja oviro masovni proizvodnji in razlog, da bo obseg prodaje rasel postopoma (Heater, 2017). Upa, da jim bo manjši obseg omogočil hitrejše inoviranje

kot največjima konkurentoma, Samsung Electronicsu in Applu, za prvo leto prodaje pa je predvidel prodajo v višini nekaj milijonov proizvodov (Winkler, 2017b).

Podjetje je že preseglo predprihodkovno stopnjo, saj je v avgustu 2017 začelo s prodajo mobilnih telefonov. Napovedan začetek prodaje je bil zamaknjen za nekaj tednov, kljub konkurenčnim prednostim, kot je celozaslonska prednja stran, ohišje iz titana in keramike ter Android operacijski sistem, pa je bila prodaja slaba, saj so imeli uporabniki težave z zaslonom na dotik, s klici in programsko opremo, fotoaparata pa ni bil dovolj zmogljiv (Barinka & Gurman, 2018). Veliko težav je bilo odpravljenih s kontinuiranimi posodobitvami programske opreme ter z nadgradnjama operacijskega sistema, najprej na Android 8.1 Oreo ter nato še na Android Pie (Schoon, 2018). Začetna cena je zašala 699 USD, zaradi majhnega obsega prodaje, ocenjene na 20.000 prodanih mobilnih telefonov, pa je bila cena oktobra 2017 znižana na 499 USD, kar je povečalo prodane količine, do maja 2018 je bilo prodanih še 150.000 enot (Barinka & Gurman, 2018). Julija 2018 je bilo mogoče preko spletne strani Amazon.com, Inc (v nadaljevanju Amazon) telefon kupiti za 250 USD, kar je 36 % prvotne cene (Windsor, 2018). Kupci, ki so telefon kupili po začetni ceni, so lahko izkoristili popust v višini 200 USD pri nakupu 360-stopinjske kamere ali drugega Essential Phone telefona. Telefon je trenutno mogoče kupiti od 335 USD dalje preko spletne strani Amazon ter po ceni 499 USD preko spletne strani Essential.com, v drugem primeru pa so v ceno vključeni tudi vsi dodatki (Amazon.com, 2018; Essential Products, 2018). Poleg Amazon sta ponudnika mobilnih telefonov Essential Phone še Sprint Corp. (v nadaljevanju Sprint) in Best Buy, Co., Inc. (v nadaljevanju Best Buy), kupiti pa jih je mogoče tudi preko uradne spletne strani podjetja Essential.com (Winkler, 2017b). Uporabniki, ki so mobilni telefon kupili pri Sprint-u, so imeli v prvih mesecih težave z omrežjem, predvsem s prejemanjem SMS sporočil (GSMArena, 2017). Podjetje ponuja snemljivo 360 stopinjsko kamero, ki deluje samo z Essential Phone mobilnim telefonom, začetna cena 199 USD pa je znižana na 49 USD. Januarja 2018 je podjetje začelo še s prodajo hitrega polnilnika po ceni 39 USD, mini slušalk po ceni 49 USD, sedaj znižanih na 19 USD, ter slušalk po ceni 99 USD, sedaj znižanih na 49 USD, prodaja pa tudi USB adapter za druge slušalke po ceni 15 USD. Podjetje za doplačilo v višini 129 USD ponuja tudi garancijo z menjavo mobilnega telefona v primeru mehanskih poškodb ali težav z operacijskim sistemom za obdobje dveh let (Essential Products, 2018; Scrivens, 2018).

V prvem letu delovanja se je podjetje soočilo z odhodom večjega števila strojnih in programskih inženirjev ter dveh ključnih zaposlenih, direktorja strojnega inženiringa Joeja Tatea in podpredsednika marketinga Briana Wallacea (Barinka & Gurman, 2018). Oktobra 2017 je podjetje Keyssa, Inc. (v nadaljevanju Keyssa) vložilo tožbo proti podjetju, saj naj bi le-to brez dovoljenja in plačila uporabilo tehnologijo brezžičnega prenosa podatkov med mobilnim telefonom in njegovimi dodatki, ki jo je razvilo podjetje Keyssa. Podatki o tej tehnologiji so poslovna skrivnost in predmet podpisane pogodbe o nerazkrivanju podatkov, ki je bila po navedbah tožnika kršena (Nellis, 2017). Dodatno je na podobo podjetja

negativno vplivala še novica, da naj bi Andy Rubin odšel iz prejšnje službe pri Alphabetu, ker je interna raziskava pokazala, da je bil s svojo podrejeno v neprimernem odnosu. Andy Rubin se je na obtožbe odzval z zatrjevanjem, da je bil odnos sporazumen, hkrati pa se je za krajše obdobje oddaljil od podjetja Essential Products (Schleifer, 2017). Zaradi težav, s katerimi se sooča podjetje, so vse glasnejše govorice, da bo podjetje prodano, oziroma bo prenehalo poslovati. Andy Rubin se je na govorice odzval s tvitom, v katerem je zapisal, da je podjetje še vedno osredotočeno na mobilne telefone ter pametne asistente za dom, zaposlenim pa je v e-mailu zagotovil, da podjetje ne bo prenehalo s poslovanjem, zaradi iskanja novih finančnih sredstev pa je mogoče pričakovati sodelovanje z bankami, posledica pridobivanja novih sredstev je lahko tudi prodaja podjetja (Sohail, 2018). Po navedbah spletne strani Forbes (Windsor, 2018) je samostojen obstoj podjetja vprašljiv, velik potencial pa predstavlja za obstoječe ali nove investitorje, ki delujejo in želijo razširiti svojo prisotnost v panogi pametnih asistentov za dom.

3.2 Predstavitev investiranja v podjetje Essential Products

Februarja 2016 je v investiranju serije A podjetje Essential Products zbralo 30 mio USD, ki sta jih investirala Playground Global, sklad tveganega kapitala, ki ga je soustanovil Andy Rubin, ter sklad tveganega kapitala Redpoint. Ocenjena predinvesticijska vrednost podjetja je znašala 90 mio USD, če ji prištejemo vrednost investicije, pa lahko izračunamo, da je vrednost podjetja po prvi seriji investiranja znašala 120 mio USD. Količnik med višino investicije ter vrednostjo podjetja po investiranju nam v skladu z osnovno investicijsko formulo pove, da so se morali obstoječi lastniki v zameno za prejeta sredstva odpovedati 25 % deležu lastništva (Crunchbase, 2018b). Po ocenah spletne strani Equidate je podjetje v prvi stopnji zbiranja kapitala izdalo 210 mio delnic (Equidate, 2018).

Junija 2017 je podjetje zbralo 300 mio USD v seriji investiranja B ob ocenjeni predinvesticijski vrednosti podjetja 693 mio USD. Vrednost podjetja je torej po investiranju znašala 993 mio USD, z uporabo osnovne investicijske formule pa lahko izračunamo, da so se morali obstoječi lastniki v zameno za takšno investicijo odpovedati 30,21 % deležu lastništva. V drugem krogu investiranja so v podjetje Essential Products investirali investicijska družba VY Capital, kitajski ponudnik internetnih storitev Tencent Holdings, korporativni sklad tveganega kapitala Amazon Alexa Fund, hedge sklad in sklad tveganega kapitala Altimer Capital ter sklad tveganega kapitala Access Technology Ventures (Crunchbase, 2018b). V tej seriji investiranja je po oceni spletne strani Equidate podjetje izdalo 350 mio delnic (Equidate 2018). Predvidevamo lahko, da Amazon Alexa Fund iz investicije pričakuje sinergije, saj je tudi sam ponudnik pametnih asistentov za dom, ki bazirajo na umetni inteligenci, Essential Home pametni asistent pa naj bi se brez težav povezoval s pametnimi napravami (Wang, 2017a).

Pred investiranjem serije B se je podjetje dogovarjalo za investicijo v višini 100 mio USD z investicijskim skladom Vision Fund, ki deluje pod okriljem SoftBank, vendar se je ta v

zadnjem trenutku umaknil, po špekulacijah poznavalcev zaradi sredstev, ki jih je v Vision Fund vložil Apple. Glede na obseg drugega kroga investiranja na ugled Essential Products ta dogodek ni imel velikega vpliva, vendar pa je podjetje ostalo brez obljubljene podpore pri prodoru na japonski trg (Winkler, 2017a).

Junija 2017 je FIH Mobile, investicijska podružnica Skupine Foxconn, investirala 3 mio USD v Essential Products v zameno za 0,25 % delež celotnega lastništva, hkrati pa je tudi njegov proizvodni partner (FIH Mobile, 2018; Barinka & Gurman, 2018). Upoštevajoč višino investicije in lastniški delež, ki ga je podjetje v zameno zanjo dobilo, lahko ocenimo vrednost podjetja Essential Products na 1,2 mrd USD. Posledično je v manj kot dveh letih po ustanovitvi in pred začetkom prodaje svojih proizvodov podjetje Essential Products postalo samorog (Wang, 2017b).

3.3 Vrednotenje podjetja Essential Products

Pri ocenjevanju podjetja sem upoštevala samo segment mobilnih telefonov, saj za segment pametnih asistentov za dom ni na voljo podatkov o predvidenem začetku prodaje, stopnji razvoja proizvoda, njegovih karakteristikah in predvideni ceni, posledično pa bi z zajemanjem tega segmenta vse spremenljivke, na katerih temeljijo izračuni, določala zgolj na podlagi občutka in ne na podlagi dejanskih podatkov. Vrednotenje sem lahko izvedla samo z uporabo javno dostopnih informacij, za segment pametnih asistentov za dom pri izbranem podjetju pa le-ti še niso na voljo. Glede na to, da je podjetje že razvilo in začelo s prodajo mobilnega telefona in pripomočkov zanj, sem pri vrednotenju segmenta mobilnih telefonov upoštevala dve tretjini vseh dosedanjih investicij, za ostali del pa predvidevam, da je namenjen razvoju pametnih asistentov za dom.

Podatke o konceptu podjetja, proizvodih, zaposlenih in dosedanjem investiranju sem našla na njihovi uradni spletni strani Essential.com, na spletnih straneh ponudnikov njihovih proizvodov ter na spletnih straneh Cunchbase, Equidate in Owler. Dodatne informacije o investiranju v podjetje, dosedanjem obsegu prodaje ter dogajanju v podjetju nasploh sem našla na različnih spletnih straneh, ki nudijo informacije iz poslovnega sveta, kot so Forbes, Bloomberg in Wall Street Journal, pa tudi na nekoliko manj poznanih, neformalnih straneh, kot so TechCrunch, GeekWire in Pocketnow. Kritično sem presodila, katere izmed teh informacij bi lahko bile resnične in imele vpliv na vrednost podjetja, saj v ocenjevanje ni smiselno vključevati vseh medijsko objavljenih ugibanj. Podatke o konkurentih sem pridobila iz njihovih letnih poročil ter portalov Morningstar in Reuters.

Izbrano podjetje sem vrednotila z uporabo vseh metod, ki sem jih opisala kot primerne za ocenjevanje zagonskih podjetij, dobljeni rezultati so predstavljeni v nadaljevanju. Bistvena razlika med metodami je v spremenljivkah, ki so osnova za določanje vrednosti podjetja, podatki o njih oziroma možnost sklepanja o njihovih vrednostih pa so med drugim odvisni tudi od stopnje, v kateri se podjetje nahaja. Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele

ter metoda vsote dejavnikov tveganj temeljijo na opazovanju karakteristik podjetja ter okolja, v katerem deluje, ter subjektivnem prisojanju vrednosti tem karakteristikam. Ker je razpon prisojenih vrednosti po teh metodah vnaprej opredeljen in omejen tako, da ustreza zagonskim podjetjem v predprihodkovni stopnji, dobljene vrednosti ne morejo odražati dejanske vrednosti podjetja Essential Products, ki je to stopnjo že prešlo. Bolj smiselne rezultate lahko pričakujemo pri vrednotenju podjetja z metodo ocenjevanja tveganega kapitala, s prilagojeno metodo diskontiranih denarnih tokov ter prilagojeno metodo primerljivih podjetij, ki temeljijo na projekcijah prihodkov in dobička podjetja, uporabi podatkov o konkurentih ter prilagojenih panožnih kazalnikih, višine ocenjene vrednosti pa ne omejujejo.

3.3.1 Vrednotenje podjetja po Berkusovi metodi

Pogoj za uporabo metode je prepričanje o zmožnosti podjetja, da lahko v petih letih delovanja doseže 20 mio USD prihodkov (Berkus, 2009). Po do sedaj znanih podatkih je podjetje Essential Products do maja 2018 prodalo vsaj 170.000 mobilnih telefonov. Cena proizvoda je od začetka prodaje nihala med 699 USD in 250 USD, zato je trenutna povprečna prodajna cena 440 USD smiselna tudi za oceno prihodkov (Barinka & Gurman, 2018; Windsor, 2018). V izračun povprečne prodajne cene Essential Phone mobilnega telefona, ki sem jo uporabila pri nadaljnjih kalkulacijah, sem vključila povprečne prodajne cene tega proizvoda pri vseh ponudnikih. Preko uradne spletne strani podjetja je telefon mogoče kupiti za 499 USD, preko spletne strani Amazon za 347 USD, pri ponudniku Best Buy za 462 USD ter pri Sprintu za 450 USD (Amazon.com, 2018; Best Buy Co, Inc., 2018; Essential Products, Inc., 2018; Sprint.com, 2018). Upoštevajoč podatke o prodanih količinah ter povprečni ceni proizvoda je podjetje do maja 2018 doseglo vsaj 74,8 mio USD prihodkov, torej je pogoju za uporabo Berkusove metode zadoščeno.

Metodo za izbrano podjetje uporabimo tako, da za vsak ključni element podjetju pripišemo največ 0,5 mio USD glede na naše zaznavanje uspešnosti tega elementa pri zmanjševanju določene vrste tveganja (Berkus, 2012). V Tabeli 1 je prikazana ocena petih elementov za podjetje Essential Products ter skupna vrednost podjetja, dobljena z uporabo Berkusove metode tako, da sem posamezne vrednosti seštela.

Tabela 1: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po Berkusovi metodi, v USD

Ključni element	Ocenjena vrednost v mio
Dobra zamisel	0,50
(Delujoči) prototip	0,40
Dobra vodstvena ekipa	0,50

se nadaljuje

Strateške povezave	0,40
Uvajanje ali začetna prodaja izdelka	0,35
Ključni element	Ocenjena vrednost v mio
Ocenjena vrednost podjetja po Berkusovi metodi	2,15

Vir: lastno delo.

Elementu dobre zamisli ustanovitelja o kvalitetnih pametnih napravah, ki so dostopne širši množici ljudi in povezljive z napravami drugih proizvajalcev ter nudijo uporabnikom prijazno tehnologijo, ki ne zastara vsako leto, odpravljajo pomanjkljivosti trenutnih ponudnikov mobilnih naprav ter v ospredje postavljajo želje in potrebe uporabnika, sem prisodila maksimalno vrednost 0,5 mio USD. Podjetje je v letu 2017 začelo s prodajo mobilnih telefonov, vendar so imeli uporabniki težave z zaslonom na dotik, s klici, programsko opremo in slabo zmogljivostjo fotoaparata. S posodobitvami programske opreme in z nadgradnjami operacijskega sistema so večino pomanjkljivosti odpravili (Barinka & Gurman, 2018; Schoon, 2018). Zato sem elementu delujočega prototipa prisodila vrednost 0,4 mio USD. Število prodanih telefonov je bilo pod pričakovanji, posledično so mobilnemu telefonu tudi večkrat znižali ceno. Kljub temu pa je podjetje v treh letih od ustanovitve doseglo prodajo vsaj 0,17 mio mobilnih telefonov (Barinka & Gurman, 2018). Zato sem elementu začetne prodaje prisodila 0,35 mio USD. Na podlagi izkušenj članov upravnega odbora v panogi ter z zagonskimi podjetji sem element vodstvene ekipe ocenila z maksimalno vrednostjo 0,5 mio USD. Ponudnik mobilnih telefonov Essential Phone, Amazon, je preko svojega sklada Amazon Alexa Fund hkrati tudi investitor v podjetje Essential Products (Crunchbase, 2018b). Investitor FIH Mobile je del Skupine Foxconn, ki je proizvodni partner ocenjevanega podjetja. Poleg tega zaposluje tudi ljudi, ki so pred tem delali pri največjih konkurentih podjetja in imajo znanje ter izkušnje iz panoge, v kateri podjetje deluje. Podjetje se je odločilo, da bo v oglaševanje vlagalo manj sredstev, saj sta na prvem mestu razvoj in kvaliteta proizvoda (FIH Mobile, 2018; Barinka & Gurman, 2018). Analitiki so skeptični glede uspeha podjetja, saj ponudnik Essential Phone-a Sprint ni med tremi največjimi ponudniki telefonije v Ameriki, kar lahko zavira želen obseg prodaje (Winkler, 2017b). Upoštevajoč te dejavnike sem element strateških povezav ocenila z 0,4 mio USD. Vsota ocen vseh ključnih elementov v višini 2,15 mio USD predstavlja vrednost podjetja Essential Products, vrednotenega z Berkusovo metodo.

Takšen pristop k ocenjevanju vrednosti zagonskega podjetja ima kar nekaj pomanjkljivosti. Kljub temu da sem utemeljila vrednosti, ki sem jih pripisala posameznim ključnim elementom, te ne temeljijo na izračunih, temveč na mojem zaznavanju uspešnosti podjetja in so torej podvržene subjektivnosti. Metoda se osredotoča samo na značilnosti podjetja,

proizvod in kupce, zanemarija pa vidik konkurentov in širšega gospodarskega okolja, kljub temu da imata lahko ta dva dejavnika velik vpliv na uspeh podjetja, s tem pa tudi na njegovo zaznano vrednost. Glavna slabost metode, ki onemogoča, da bi dobili smiselno oceno vrednosti podjetja Essential Products, pa je njena neprilagodljivost obsegu poslovanja ter stopnji, v kateri se izbrano podjetje nahaja. Iz teh razlogov po Berkusovi metodi ocenjene vrednosti podjetja 2,15 mio USD ni smiselno primerjati s tržno zaznano vrednostjo podjetja, ki je bilo že pred začetkom prodaje mobilnih telefonov ocenjeno na več kot 1 mrd USD, v enem letu pa je generiralo prihodke najmanj v višini 74,8 mio USD.

3.3.2 Vrednotenje podjetja po metodi primerjalne tabele

Vrednotenje podjetja z metodo primerjalne tabele izvedemo tako, da izbrano podjetje ocenimo z vidika doseganja ali preseganja primerljivih podjetij v panogi po posameznih kategorijah, pri čemer imajo te kategorije različne uteži. Ocene in uteži množimo ter dobljene vrednosti seštejemo, s tem pa pridemo do multiplikatorja za ocenjevano podjetje, ki ga apliciramo na povprečno predinvesticijsko vrednost primerljivih podjetij v predprihodkovni fazi, ki delujejo v isti regiji in poslovnem sektorju kot ocenjevano podjetje (Payne, 2011a). Po podatkih spletne strani AngelList (2018) je znašala povprečna vrednost zagonskih podjetij v sektorju mobilne telefonije po investiciji v prvem kvartalu leta 2017 5 mio USD, v drugem kvartalu leta 2017 4,9 mio USD, v tretjem kvartalu leta 2017 4,6 mio USD ter v četrtem kvartalu leta 2017 5,1 mio USD. Iz tega sem izračunala povprečno vrednost zagonskih podjetij v sektorju mobilne telefonije po investiciji za celo leto 2017, ki znaša 4,9 mio USD. Spletna stran razkriva, da je znašala skupna vrednost vseh njihovih investicij 950 mio USD, investirano pa je bilo v 2.670 podjetij. (AngelList, 2018) Količnik med vrednostjo in številom investicij nam pove, da je v povprečju vrednost investicije znašala 0,36 mio USD. V skladu z osnovno investicijsko formulo sem povprečni vrednosti zagonskih podjetij po investiciji odštela povprečno vrednost investicije ter izračunala, da je znašala povprečna vrednost zagonskega podjetja pred investicijo v sektorju mobilne telefonije v letu 2017 4,54 mio USD, kar sem za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja Essential Products zaokrožila na 4,5 mio USD. V Tabeli 2 so prikazane ocene posameznih kategorij za podjetje Essential Products ter izračun multiplikatorja.

Tabela 2: Ocena posameznih kategorij za podjetje Essential Products po metodi primerjalne tabele

Kategorija	Utež	Doseganje ali preseganje primerljivih podjetij	Multiplikatorji po kategorijah
Sposobnost vodstva	30 %	150 %	0,45
Velikost priložnosti	25 %	125 %	0,31
Proizvod/tehnologija	15 %	75 %	0,11
Konkurenčno okolje	10 %	50 %	0,05
Trženje/partnerstva	10 %	75 %	0,08
Dodatno investiranje	5 %	75 %	0,04
Ostalo	5 %	50 %	0,03
Vsota multiplikatorjev			1,06

Vir: lastno delo.

V *Prilogi 1* se nahaja delovna tabela, ki jo je avtor metode primerjalne tabele oblikoval v pomoč določanju odstotka doseganja ali preseganja primerljivih podjetij, in vsebuje tudi mojo oceno posameznih kategorij za podjetje Essential Products. Sposobnost vodstvene ekipe sem ocenila kot nadpovprečno v primerjavi z drugimi podjetji, saj ima ustanovitelj tako vodstvene izkušnje kot potrebno panožno znanje in je, po njegovi viziji sodeč, odprt za pridobivanje novih znanj ter inoviranje, tudi ostali člani vodstvene ekipe so na svojem področju že uveljavljeni. Po podatkih spletne strani Euromonitor Passport (2018) so prihodki podjetij na področju mobilne telefonije v letu 2018 znašali 340 mrd USD in znašajo veliko več, kot avtor metode priporoča za pozitivno oceno velikosti celotnega trga, poleg tega pa so tudi prihodki podjetja Essential Products po do sedaj znanih podatkih znašali vsaj 74,8 mio USD, njihov izračun sem predstavila pri vrednotenju podjetja po Berkusovi metodi, zato sem velikost priložnosti ocenila kot nadpovprečno. Proizvod in tehnologijo podjetja sem ocenila s 75 % glede na primerljiva podjetja, saj je proizvod sicer težko kopirati, ni pa to nemogoče, začetna prodaja je bila pod pričakovanji, poleg tega pa gre za proizvod, ki ga je sicer lepo imeti, ni pa nujen za naše preživetje in je zamenljiv s proizvodi konkurentov. Kategorijo konkurenčno okolje sem ocenila s 50 %, saj na trgu dominirata dva velika konkurenta, Apple in Samsung Electronics, poleg njiju pa še veliko manjših ponudnikov, konkurenčni proizvodi so kvalitetni in jih je težko preseči. Kategorijo trženja, prodajnih kanalov in vzpostavljenih partnerstev sem ocenila s 75 % glede na primerjavo z drugimi primerljivimi podjetji. Kot sem omenila že pri vrednotenju podjetja z Berkusovo metodo, ima podjetje dorečene pogodbene odnose s poudniki njegovih

proizvodov, analitiki pa opozarjajo, da je lahko izbira četrtega največjega ponudnika telekomunikacijskih storitev v Združenih državah Amerike ovira zastavljenemu obsegu prodaje. Poleg tega se je podjetje zavestno odločilo, da v oglaševanje ne bo vlagalo veliko sredstev (Barinka & Gurman, 2018; Winkler, 2017b). Andy Rubin je potrdil, da podjetje išče nove finančne vire, vse glasnejše pa so tudi govorice o prodaji podjetja, zato sem kategorijo dodatnega investiranja ocenila s 75 %. Pod kategorijo ostalo sem upoštevala, da je podjetje v sodnem sporu s podjetjem Keyssa, in govorice o neprimernem obnašanju ustanovitelja Essential Products Andy Rubina v preteklosti, saj menim, da to negativno vpliva na podobo podjetja, ter špekulacije o morebitni prodaji podjetja in preklicu izdaje novega mobilnega telefona (Nellis, 2017; Schleifer, 2017; Sohail, 2018).

Dobljeno vsoto multiplikatorjev posameznih kategorij, ki znaša za ocenjevano podjetje 1,06, sem množila s povprečno predinvesticijsko vrednostjo zagonskih podjetij v sektorju mobilne telefonije v letu 2017, ki znaša 4,5 mio USD, in s tem prišla do ocene vrednosti podjetja Essential Products z metodo primerjalne tabele, ki znaša 4,78 mio USD.

Metoda primerjalne tabele je v primerjavi z Berkusovo metodo bolj dodelana, saj poleg značilnosti podjetja, njegovih proizvodov in odzivov kupcev upošteva še vidik konkurence, s kategorijo ostalo pa nam omogoča, da pri vrednotenju podjetja zajamemo tudi druge dejavnike, ki se nam zdijo pomembni in bi lahko vplivali na ocenjeno vrednost podjetja. Odstotki doseganja ali preseganja primerljivih podjetij so sicer subjektivno določeni in zato lahko pristranski, kljub temu pa zaradi njih preučimo konkurenco, s tem pa dobimo bolj jasno sliko o tem, kje se nahaja ocenjevano podjetje. Tudi določanje povprečne predinvesticijske vrednosti podjetij v panogi je lahko podvrženo subjektivnosti ali nenamernim napakam, ki so posledica pomanjkanja javno dostopnih informacij o vrednostih zaprtih zagonskih podjetij; zato je tudi povprečna predinvesticijska vrednost podjetij v sektorju mobilne telefonije, ki sem jo za leto 2017 izračunala s podatki iz spletne strani AngelList (2018), drugačna, kot bi bila, če bi bile vse informacije javno dostopne in bi lahko sama oblikovala vzorec primerljivih podjetij. Podjetje Essential Products je zelo hitro po ustanovitvi pridobilo izredno visoko zaznano vrednost s strani investorjev, zato ni primerljivo s povprečnimi zagonskimi podjetji v panogi mobilne telefonije, posledično pa tudi uporaba povprečne predinvesticijske vrednosti zagonskih podjetij v tem sektorju v višini 4,5 mio USD ni smiselna. Bolj smiselna bi bila modifikacija metode, pri kateri bi izračunali povprečno vrednost podjetij, ki dejansko predstavljajo konkurenco ocenjevanemu podjetju, četudi ne gre za zagonska podjetja ali pa so že presegla zagonsko stopnjo. Tudi primerjava doseganja ali preseganja posameznih kategorij bi bila narejena na ta podjetja. Seveda pa s tem ne bi rešili problema subjektivnosti izbire podjetij ter prisojanja vrednosti posameznih kategorij.

3.3.3 Vrednotenje podjetja po metodi vsote dejavnikov tveganj

Vrednotenje podjetja po metodi vsote dejavnikov tveganj poteka tako, da za izbrano podjetje ocenimo dejavnike tveganj z vrednostmi od -2 do +2, vsak izmed njih lahko poveča ali zmanjša vrednost podjetja v višini do 0,5 mio USD. Ocene dejavnikov tveganj za izbrano podjetje seštejemo ter prištejemo k povprečni predinvesticijski vrednosti primerljivih podjetij (Payne, 2011c). Za ocenjevanje sem uporabila enako povprečno predinvesticijsko vrednost primerljivih podjetij, kot pri metodi primerjalne tabele, to je 4,5 mio USD. V Tabeli 3 so prikazane ocene posameznih dejavnikov tveganj za podjetje Essential Products ter vrednosti, ki se jim glede na to oceno pripišejo.

Tabela 3: Ocena dejavnikov tveganj za podjetje Essential Products po metodi vsote dejavnikov tveganj, v USD

Dejavnik tveganja	Ocena dejavnika tveganja	Pripisana vrednost oceni dejavnika tveganja v mio
Vodstvo	2	0,50
Stopnja podjetja	2	0,50
Zakonodajno/politično tveganje	0	0,00
Proizvodno tveganje	-1	-0,25
Prodajno in tržno tveganje	-1	-0,25
Tveganje pri financiranju	2	0,50
Konkurenčno tveganje	-2	-0,50
Tehnološko tveganje	1	0,25
Pravno tveganje	-1	-0,25
Mednarodno tveganje	-1	-0,25
Tveganje ugleda	-1	-0,25
Potencialno donosen izstop iz podjetja	1	0,25
Vsota pripisanih vrednosti ocenam dejavnikov tveganj		0,25

Vir: lastno delo.

Vodstvo sem ocenila z najvišjo vrednostjo 0,5 mio USD zaradi kompetenc vodstvene ekipe, ki sem jih že izpostavila pri predstavitvi izbranega podjetja. Na spletni strani Crunchbase (2018b) je podjetje opredeljeno kot zagonsko podjetje v zgodnji fazi, upoštevala pa sem tudi, da je že prejelo investiranje serije B ter da je v manj kot dveh letih po ustanovitvi in pred začetkom prodaje svojih proizvodov postalo samorog (Wang,

2017b). V letu 2017 je podjetje začelo s prodajo mobilnih telefonov (Barinka & Gurman, 2018). Iz teh razlogov sem tako fazo podjetja kot tudi tveganje pri financiranju ocenila z najvišjo možno vrednostjo. Posebnih zakonodajnih in političnih tveganj trenutno ni zaznati, zato sem temu dejavniku prisodila nevtralno vrednost. Proizvodno tveganje je po besedah Niccolo de Masija prisotno predvsem zaradi uporabe titana pri izdelavi ohišja telefona, ker lahko le-ta predstavlja oviro masovni proizvodnji (Heater, 2017). Posledično sem zaznano tveganje ocenila kot delno negativno, kar pomeni, da podjetju zmanjša vrednost za 0,25 mio USD. Zaradi manjšega obsega prodaje, kot je bil pričakovan, ter dejstva, da podjetje ne namenja veliko sredstev oglaševanju, sem prodajno in tržno tveganje ocenila z vrednostjo -0,25 mio USD. Konkurenčno tveganje je zaradi prisotnosti dveh velikih konkurentov, Applia in Samsung Electronicsa, zelo visoko in sem ga ocenila kot zelo negativnega, kar zmanjša ocenjeno vrednost podjetja za 0,5 mio USD. Ob začetku prodaje so uporabniki poročali o nepravilnostih pri delovanju mobilnega telefona ter slabših zmoglostih fotoaparata, ker pa so bile težave že odpravljene, sem tehnološko tveganje ocenila z 0,25 mio USD (Barinka & Gurman, 2018; Schoon, 2018). Ker proti ocenjevanemu podjetju še poteka tožba, ki jo je vložilo podjetje Keyssa, sem pravno tveganje ocenila z vrednostjo -0,25 mio USD (Nellis, 2017). Mednarodno tveganje je prisotno, saj Essential Phone mobilnega telefona ni mogoče kupiti pri lokalnih ponudnikih izven Kanade in Amerike, razen preko spletne strani Amazon. Pred investiranjem serije B se je podjetje dogovarjalo za investicijo z investicijskim skladom Vision Fund, ki deluje pod okriljem SoftBank, vendar se je ta v zadnjem trenutku umaknil, s tem pa je podjetje ostalo brez obljubljene podpore pri prodoru na japonski trg (Winkler, 2017a). Glede na to, da želi ocenjevano podjetje konkurirati največjima ponudnikoma mobilnih telefonov, hkrati pa je za zdaj osredotočeno samo na ameriški trg, sem mednarodno tveganje ocenila z vrednostjo -0,25 mio USD. Poleg sodnega spora na ugled podjetja negativno vplivajo tudi špekulacije o njegovi prodaji, ukinitvi razvoja novega mobilnega telefona ter neprimernem obnašanju Andy Rubina v preteklosti, zato sem dejavnik ugleda ocenila z -0,25 mio USD (Nellis, 2017; Schleifer, 2017; Sohail, 2018). Upoštevajoč vse te informacije in dejstvo, da je podjetje do sedaj izdalo samo en proizvod, datum začetka prodaje novih pa še ni znan, sem dejavnik potencialno donosnega izstopa iz podjetja ocenila z vrednostjo 0,25 mio USD. Vsota pripisanih vrednosti vseh dejavnikov tveganj znaša 0,25 mio USD. To vrednost sem prištela povprečni vrednosti primerljivih podjetij v panogi in dobila ocenjeno vrednost podjetja Essential Products z uporabo metode vsote dejavnikov tveganj, ki znaša 4,75 mio USD.

Metoda vsote dejavnikov tveganj predstavlja izboljšavo v primerjavi z Berkusovo metodo ter metodo primerjalne tabele z vidika nabora dejavnikov, saj upošteva stopnjo podjetja, verjetnost donosnega izstopa investitorja iz podjetja, s tem pa likvidnost naložbe, zakonodajno-politični in pravni vidik ter vpliv ugleda in prisotnosti na mednarodnih trgih na zaznano vrednost podjetja. Kljub temu pa je vrednost podjetja Essential Products, izračunana po tej metodi, občutno podcenjena, saj večina pomanjkljivosti prvih dveh metod ostaja. Ocena posameznih dejavnikov tveganj je tudi pri tem pristopu subjektivno

določena, pripisane vrednosti teh dejavnikov pa so omejujoče in zato ne morejo smiselno odražati dejanske vrednosti podjetja. Tudi ta metoda izhaja iz povprečne predinvesticijske vrednosti primerljivih podjetij, kar predstavlja oviro ocenjevanju zaradi nedostopnosti podatkov ter dejstva, da je s strani investorjev zaznana vrednost podjetja Essential Products precej višja kot vrednost drugih podjetij, ki delujejo v istem sektorju in se nahajajo na enaki razvojni stopnji. Poleg že predlagane izboljšave proste izbire vzorca primerljivih podjetij bi bila ta metoda bolj uporabna za vrednotenje podjetja Essential Products, če pripisane vrednosti ocen dejavnikov tveganj ne bi bile omejene.

3.3.4 Vrednotenje podjetja po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov

Zagonsko podjetje vrednotimo po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov tako, da v prvem koraku določimo prihodnje denarne tokove podjetju, temu sledi diskontiranje na sedanjo vrednost in prilagajanje dobljene vrednosti za posebnosti zagonskih podjetij (Damodaran, 2009).

Damodaran (2009) za ocenjevanje prihodnjih denarnih tokov predlaga dva pristopa, za podjetje Essential Products sem uporabila pristop od zgoraj navzdol. Na podlagi podatkov spletnega portala Euromonitor Passport (2018) o trenutni in pričakovani prihodnji velikosti trga mobilnih telefonov po prihodkih in prodanih količinah sem izračunala, da bo do leta 2023 trg rasel s 105 % do 108 % stopnjo rasti. Podatki so prikazani v *Prilogi 2*. Na podlagi podatkov o prodanih količinah mobilnih telefonov, ki so na voljo na spletni strani Euromonitor Passport (2018), sem opredelila konkurente ocenjevanega podjetja, za največje tri po prodanih količinah in prihodkih od prodaje mobilnih telefonov, Samsung Electronics, Apple in Huawei, pa sem poiskala podatke o prihodkih in dobičku pri prodaji mobilnih telefonov ter donosu na investirani kapital, donos na prihodke od prodaje in tržne deleže pa sem izračunala sama. Seznam konkurentov in podatki o njih se nahajajo v *Prilogi 3*. V Tabeli 4 sem predstavila pričakovane prihodke od prodaje ter dobiček iz poslovanja za segment mobilnih telefonov podjetja Essential Products po letih.

Tabela 4: Pričakovani prihodki od prodaje ter dobiček iz poslovanja za segment mobilnih telefonov podjetja Essential Products po letih, v USD

Leto	Velikost trga po prihodkih v mio	Pričakovan tržni delež	Pričakovani prihodki od prodaje v mio	Pričakovan donos na prihodke od prodaje	Pričakovan dobiček iz poslovanja v mio
2017	322.986,10	0,01 %	21,98	-10 %	-2,20
2018	340.021,90	0,04 %	140,65	-8 %	-11,25
2019	355.055,40	1,00 %	3.550,55	-4 %	-142,02

se nadaljuje

nadaljevanje

2020	379.041,40	2,50 %	9.476,04	1 %	94,76
2021	405.762,60	4,00 %	16.230,50	5 %	811,53
2022	437.950,70	5,00 %	21.897,54	9 %	1.970,78
2023	474.427,70	6,00 %	28.465,66	12 %	3.415,88
2024			29.034,98	15 %	4.355,25

Vir: lastno delo, prirejeno po Euromonitor Passport (2018).

Ker želi podjetje konkurirati največjim proizvajalcem mobilnih telefonov na trgu, povprečna cena njihovega mobilnega telefona pa je že sedaj nad tržnim povprečjem, sem predvidela, da bo podjetje v desetih letih doseglo 10 % tržni delež ter 17 % donos na prihodke od prodaje, oziroma 6 % tržni delež do leta 2023 ter 15 % donos na prihodke od prodaje do leta 2024. Prihodki od prodaje mobilnih telefonov za ocenjevano podjetje so izračunani na osnovi napovedane velikost celotnega trga ter pričakovanega tržnega deleža podjetja, za katerega sem predvidela postopno rast. Pričakovani dobiček iz poslovanja je izračunan kot zmnožek pričakovanih prihodkov od prodaje ter donosov nanje po letih. Prihodki od prodaje in tržni delež za leti 2017 in 2018 so opredeljeni ob upoštevanju do sedaj znanih podatkov o prodanih količinah in ceni mobilnega telefona. Pričakovani prihodki od prodaje mobilnih telefonov v letu 2024 so izračunani ob predvideni 2 % stabilni stopnji rasti prihodkov, ki se mi zdi smiselna in vzdržna, saj je 5-letna rast prihodkov podjetja Apple 7,93 %, podjetja Samsung Electronics 3,56 % ter podjetja Huawei 10,16 % (Morningstar, 2018a; Morningstar, 2018b; Morningstar, 2018c). V Tabeli 5 je prikazan izračun pričakovanega dobička iz poslovanja po davku, ob upoštevanju prenosa izgube iz preteklih let, ki sem ga v nadaljevanju uporabila pri kontroli notranje konsistentnosti ter napovedi prostih denarnih tokov podjetja Essential Products.

Tabela 5: Izračun dobička po davku in prenos izgube iz preteklih let za podjetje Essential Products, v USD

Leto	Pričakovan dobiček iz poslovanja v mio	Pričakovana izguba iz poslovanja na začetku leta v mio	Pričakovana izguba iz poslovanja na koncu leta v mio	Obdavčljiv dobiček iz poslovanja v mio	Davčna stopnja²	Davek na dobiček v mio	Pričakovan dobiček iz poslovanja po davku v mio
2017	-2,20	-220,00	-222,20	0,00	40 %	0,00	-2,20
2018	-11,25	-222,20	-233,45	0,00	27 %	0,00	-11,25
2019	-142,02	-233,45	-375,47	0,00	27 %	0,00	-142,02
2020	94,76	-375,47	-280,71	0,00	27 %	0,00	94,76
2021	811,53	-280,71	0,00	530,81	27 %	143,32	668,21
2022	1.970,78	0,00	0,00	1.970,78	27 %	532,11	1.438,67
2023	3.415,88	0,00	0,00	3.415,88	27 %	922,29	2.493,59
2024	4.355,25	0,00	0,00	4.355,25	27 %	1.175,92	3.179,33

Vir: lastno delo.

² V letu 2018 je bila stopnja davka na dobiček v Združenih državah Amerike znižana iz 40 % na 27 % (KPMG, 2018).

Višino pričakovane izgube iz poslovanja na začetku leta 2017 sem določila na osnovi višine dveh tretjin vseh investicij, vloženih v podjetje, saj predvidevam, da je bil večji del sredstev namenjen razvoju mobilnih telefonov, ki so že v prodaji, kot razvoju pametnih asistentov za dom, ki še niso. Takšen pristop sem uporabila, saj nimam na voljo podatkov o višini dejanskih fiksnih stroškov podjetja, glede na njegovo začetno stopnjo pa lahko predvidevamo, da je bila večina začetnih investicij namenjena pokrivanju stroškov. Prihodki so v primerjavi s temi stroški minimalni. Pričakovano izgubo iz poslovanja na koncu leta sem izračunala tako, da sem seštel pričakovan dobiček iz poslovanja v tekočem letu s pričakovano izgubo iz preteklega leta. Glede na napovedi bo podjetje sicer prvič poslovalo pozitivno v letu 2020, vendar bo zaradi prenosa izgub iz preteklih let dobiček iz poslovanja prvič obdavčen v letu 2021, s tem pa je v Tabelo 5 vključen tudi davčni ščit.

V Tabeli 6 je prikazan izračun zahtevanega obsega reinvestiranja, potrebnega za doseganje zadanih stopenj rasti.

Tabela 6: Ocena potrebnega obsega reinvestiranja po letih za doseganje napovedanih stopenj rasti pri podjetju Essential Products, v USD

Leto	Prihodki v mio	Sprememba prihodkov v naslednjem letu v mio	Prilagojeno povprečno panožno razmerje med prihodki od prodaje in kapitalom	Obseg reinvestiranja v mio
2017	21,98	118,67	4,25	27,92
2018	140,65	3.409,90	4,25	802,33
2019	3.550,55	5.925,48	4,25	1.394,23
2020	9.476,04	6.754,47	4,25	1.589,29
2021	16.230,50	5.667,03	4,25	1.333,42
2022	21.897,54	6.568,13	4,25	1.545,44
2023	28.465,66	569,31	4,25	133,96
2024	29.034,98	580,70	4,25	136,64

Vir: lastno delo.

Spremembo prihodkov v letu 2024 sem izračunala ob upoštevanju 2 % stabilne stopnje rasti prihodkov. Pri izračunu povprečnega razmerja med prihodki od prodaje in kapitalom podjetja sem upoštevala sorazmeren del kapitala posameznega podjetja, ki je enak deležu prihodkov od prodaje mobilnih telefonov v celotnih prihodkih od prodaje tega podjetja. Pri

izračunu nisem upoštevala celotnega, temveč samo obratni kapital, ki sem ga izračunala kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi posameznih konkurentov. Ta kazalnik nam pove, kako učinkovito podjetje uporablja obratni kapital za podporo določenemu obsegu prodaje. Količnik med prihodki od prodaje mobilnih telefonov in sorazmernim delom obratnega kapitala pri podjetju Samsung Electronics znaša 3,15, pri podjetju Apple 8,19 in pri podjetju Huawei 4,44, torej znaša povprečno razmerje 5,26. Glede na to, da povprečna vrednost tega kazalnika temelji na največjih konkurentih v panogi, predmet ocenjevanja pa je zagonsko podjetje, ki pri uporabi obratnega kapitala še ne more biti enako učinkovito, sem vrednost zmanjšala in za izračun uporabila kazalnik v višini 4,25.

Na podlagi izračunanega dobička iz poslovanja po davku ter obsega reinvestiranja po letih lahko izvedemo kontrolo notranje konsistentnosti, ki nam pove, ali je obseg reinvestiranja skladen z napovedanimi stopnjami rasti. Kontrola notranje konsistentnosti je prikazana v Tabeli 7.

Tabela 7: Kontrola notranje konsistentnosti pri ocenjevanju podjetja Essential Products s prilagojeno metodo prostih denarnih tokov ter zneski v USD

Leto	Pričakovan dobiček iz poslovanja po davku v mio	Obseg re-investiranja v mio	Investicija na začetku leta v mio	Investicija na koncu leta v mio	Donos na investirani kapital (ROIC)	Prosti denarni tokovi podjetja v mio
2017	-2,20	27,92	220,00	247,92	-1,00 %	-30,12
2018	-11,25	802,33	247,92	1.050,25	-4,54 %	-813,58
2019	-142,02	1.394,23	1.050,25	2.444,48	-13,52 %	-1.536,25
2020	94,76	1.589,29	2.444,48	4.033,77	3,88 %	-1.494,53
2021	668,21	1.333,42	4.033,77	5.367,19	16,57 %	-665,21
2022	1.438,67	1.545,44	5.367,19	6.912,63	26,80 %	-106,77
2023	2.493,59	133,96	6.912,63	7.046,59	36,07 %	2.359,64
2024	3.179,33				15,00 %	2.755,42

Vir: lastno delo.

Donos na investirani kapital podjetja Samsung Electronics znaša 19,59 %, podjetja Apple 22,94 % ter podjetja Huawei 7,25 %, torej znaša povprečni donos na investirani kapital treh največjih konkurentov 16,59 % (Morningstar, 2018a; Morningstar, 2018b; Morningstar, 2018c). Izračunani donos na investirani kapital podjetja Essential Products v letu 2023 znaša 36,07 % in je precej višji od panožnega povprečja, vendar je pri zagonskih podjetjih

to pričakovano, saj je njihov kapital občutno nižji kot kapital uveljavljenih podjetij, posledično pa vrednost tega kazalnika hitro naraste, ko začne podjetje generirati prihodke. Ko podjetje doseže bolj stabilno stopnjo poslovanja, praviloma tudi vrednost tega kazalnika pade, zato sem za izračun končne vrednosti podjetja Essential Products uporabila 15 % stabilen donos na kapital, ki je bližje panožnemu povprečju uveljavljenih podjetij. Glede na to, da gre za zagonsko podjetje, je uporaba višjih diskontnih stopenj, ki izhajajo iz višjega stroška kapitala, smiselna, zato je tudi dobljeni donos na investirani kapital primeren. Razlika med dobičkom iz poslovanja po davku ter obsegom reinvestiranja predstavlja proste denarne tokove podjetju.

Za preračun prihodnjih denarnih tokov na sedanjo vrednost in s tem izračun sedanje vrednosti ocenjevanega podjetja sem naredila več vrednotenj z uporabo različnih diskontnih stopenj, v vseh primerih pa sem predvidevala, da bodo prihodki rasli v neskončnost po stabilni stopnji 2 %, stabilen donos na kapital pa bo znašal 15 %. Količnik med njima v višini 13,33 pove, koliko bo moralo podjetje investirati, če bo želelo ohranjati stabilno stopnjo rasti. Razliko do 100 % v višini 86,67 sem množila z dobičkom iz poslovanja po davku v letu 2024, da sem dobila prosti denarni tok v letu 2024, ki znaša 2.755,42 mio USD. Dobljen znesek sem delila z razliko med diskontno stopnjo in stabilno stopnjo rasti, da sem izračunala končno vrednost podjetja v letu 2023, ki sem jo diskontirala na sedanjo vrednost ter ji prištela vrednosti diskontiranih denarnih tokov proučevanih obdobj. S tem sem prišla do sedanje vrednosti podjetja Essential Products, podrobni izračuni z uporabo različnih diskontnih stopenj pa se nahajajo v *Prilogi 4*. V Tabeli 8 so prikazane dobljene ocenjene vrednosti podjetja Essential Products ob uporabi različnih diskontnih stopenj.

Tabela 8: Ocena vrednosti podjetja Essential Products ob uporabi različnih diskontnih stopenj, s prilagojeno metodo prostih denarnih tokov, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja v mio
7,67 %	28.829,00
15 %	6.868,24
22 %	2.001,95
30 %	20,73
40 %	-856,31

Vir: lastno delo.

Iz zgornje tabele je vidno, da ima višina diskonte stopnje izjemen vpliv na ocenjeno sedanjo vrednost podjetja. 7,67 % diskontna stopnja ustreza strošku kapitala v letu 2018 v panogi telekomunikacijske opreme v ZDA in bi jo lahko uporabili pri ocenjevanju

uveljavljene javne delniške družbe brez stroškov dolga (Damodaran Online, 2018a). Za ocenjevanje zagonskega podjetja Essential Products ni primerna, saj ne zajema posebnosti podjetij v tej fazi, posledično pa je dobljena ocenjena vrednost previsoka. Damodaran (2009) predlaga, da naj diskontna stopnja za zagonska podjetja poleg stroška kapitala zajema še pribitek za sprejeto sistematično tveganje, lahko pa tudi pribitek za manjšo likvidnost naložbe. Vrednost podjetja, ocenjena ob uporabi 22 % diskontne stopnje, je v tem koraku izračuna najbolj smiselna in se najbolj približa vrednosti podjetja Essential Products, ki jo lahko ocenimo na podlagi javno dostopnih podatkov o višini prejetih investicij ter izdanih delnic zanje. V skladu z Damodaranovim pristopom dodatno prilagodimo dobljeno oceno sedanje vrednosti zagonskega podjetja tako, da upoštevamo verjetnost in vpliv izgube ključnih zaposlenih, različne vrednosti lastniških deležev in z njimi povezanih pravic ter učinek zmanjšane likvidnosti naložbe in verjetnosti, da podjetje ne bo uspešno. Glede na trenutno dostopne podatke ter resurse, ki jih imam na voljo, ocenjevanje vpliva odhoda ključnega zaposlenega Andy Rubina iz podjetja Essential Products, po Damodaranovem pristopu ni mogoče, predvidevam pa lahko, da bi bil vpliv odhoda negativen, saj gre za ustanovitelja podjetja, ki ima v panogi mobilnih telefonov ter z ustanavljanjem podjetij veliko izkušenj. Prav tako za izbrano podjetje ni mogoče vrednotenje posameznih lastniških deležev, saj ni na voljo podatkov o višini posameznih investicij ter morebitnih posebnih pogojih, povezanih z njimi. Avtor metode za zajemanje učinka nelikvidnosti predlaga več pristopov. Enega izmed predlaganih pristopov izvedemo tako, da vrednost podjetja zmanjšamo za fiksni odstotek, ne glede na značilnosti podjetja in panoge, v kateri le-to deluje, in je prikazan v Tabeli 9.

Tabela 9: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, ob upoštevanju učinka nelikvidnosti, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja v mio	Delež zmanjšanja vrednosti podjetja za zajemanje učinka nelikvidnosti	Ocenjena sedanja vrednost podjetja po prilagoditvi v mio
7,67 %	28.829,00	10 %	25.946,10
15 %	6.868,24	10 %	6.181,41
22 %	2.001,95	10 %	1.801,75
30 %	20,73	10 %	18,66
40 %	-856,31	10 %	-770,68

Vir: lastno delo.

Damodaran (2009) ponudi razpon različnih možnih zmanjšanj, med drugim tudi 20 % znižanje vrednosti zagonskega podjetja, ki je bilo določeno na podlagi sodnega primera iz leta 2003 (McCord proti Commissioner). Glede na to, da je podjetje Essential Products

pridobilo izjemno zupanje investitorjev že zelo zgodaj, na kar nakazujejo višine dosedanjih investicij, sem ta odstotek prepolovila in za zajemanje učinka nelikvidnosti ocenjeno vrednost podjetja pri vseh diskontnih stopnjah zmanjšala za 10 %.

Podobno lahko pri ocenjevanju sedanje vrednosti zagonskega podjetja zajamemo verjetnost, da podjetje ne bo preživel. V Tabeli 10 so prikazane ocenjene sedanje vrednosti podjetja ob upoštevanju verjetnosti neuspeha in hkrati predstavljajo ocenjeno vrednost podjetja Essential Products po vseh prilagoditvah, ki jih je pri izbranem podjetju mogoče zajeti, ter ob upoštevanju različnih višin diskontne stopnje.

Tabela 10: Ocena vrednost podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, ob upoštevanju verjetnosti neuspeha, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja v mio	Delež zmanjšanja vrednosti podjetja za zajemanje verjetnosti neuspeha	Ocenjena sedanja vrednost podjetja po prilagoditvi v mio
7,67 %	25.946,10	20 %	20.756,88
15 %	6.181,41	20 %	4.945,13
22 %	1.801,75	20 %	1.441,40
30 %	18,66	20 %	14,93
40 %	-770,68	20 %	-616,55

Vir: lastno delo.

Glede na značilnosti in stopnjo, v kateri se podjetje Essential Products nahaja, sem ocenila, da ima 80 % verjetnost uspeha, ter ta delež aplicirala na ocenjeno sedanjo vrednost, ki že zajema prilagoditev za učinek zmanjšane likvidnosti. Končna ocena sedanje vrednosti, dobljene po vseh prilagoditvah in ob uporabljeni 22 % diskontni stopnji, je najboljša, saj je bila vrednost podjetja Essential Products že pred začetkom prodaje v letu 2017 ocenjena na 1,2 mrd USD, torej je eno leto po tem vrednost 1,44 mrd USD smiselna, če upoštevamo, da je podjetje v tem času že doseglo stopnjo začetne prodaje in izboljšalo njihov proizvod.

Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov nam omogoča, da se ocenjevanja vrednosti podjetja Essential Products lotimo sistematično in zajamemo vplive posebnosti zagonskih podjetij; zato je tudi vrednost, dobljena z uporabo te metode, ob primerni diskontni stopnji, veliko bolj smiselna kot vrednosti, dobljene pri predhodnih metodah, ter se približa vrednosti podjetja, kot jo ocenjuje trg. Pri uporabi te metode je bila največja ovira pomanjkanje podrobnih podatkov o poslovanju podjetja ter pogojih dosedanjega investiranja, zato vseh predlaganih prilagoditev ocenjene vrednosti nisem mogla izvesti. Pri interpretaciji dobljene ocenjene vrednosti je potrebno upoštevati, da v finančnih

projekcijah niso zajeti zunanji izredni dogodki, ki lahko močno vplivajo na ocenjeno vrednost podjetja. Poleg tega finančne projekcije temeljijo na mojem predvidevanju o velikosti tržnega dežela ter donosu na prihodke od prodaje, ki ju bo doseglo podjetje Essential Products, seveda pa sem ti oceni določila na podlagi podatkov o konkurentih. Subjektivno je določen tudi obseg dosedanjih investicij, namenjenih razvoju mobilnega telefona, saj ločeni podatki za obe področji delovanja podjetja Essential Products niso na voljo. Prilagajanje diskontne stopnje ter uporaba fiksnega odstotka zmanjšanja vrednosti podjetja, da s tem zajamemo sistematično tveganje, učinek nelikvidnosti ter verjetnost neuspeha, temeljijo na moji presoji. Kljub tem pomanjkljivostim pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov nobena vrednost ni določena brez utemeljitve in temelji na podatkih o poslovanju konkurenčnih podjetij, zato je vrednost podjetja Essential Products, dobljena s to metodo, veliko bolj zanesljiva od vrednosti, dobljenih z drugimi pristopi.

3.3.5 Vrednotenje podjetja po prilagojeni metodi primerljivih podjetij

V primeru ocenjevanja zagonskih podjetij, ki nameravajo vstopiti na večji trg in načrtujejo javno ponudbo delnic, je smiselno vrednotenje z uporabo multiplikatorjev javnih delniških družb, zato sem ta način vrednotenja uporabila tudi pri podjetju Essential Products (Damodaran, 2009). Za vrednotenje sem uporabila prilagojen P/E multiplikator v višini 5,17 in prilagojen P/S multiplikator v višini 1,95, ki sem ju izračunala na podlagi multiplikatorjev največjih konkurentov za obdobje zadnjih 12 mesecev, kot so navedeni na spletni strani Reuters, in so prikazani v Tabeli 11.

Tabela 11: P/E multiplikator in P/S multiplikator konkurentov podjetja Essential Products ter izračun prilagojenih multiplikatorjev

Podjetje	P/E multiplikator	P/S multiplikator
Apple	19,41	4,23
Samsung Electronics	6,72	1,30
Huawei	20,36	12,06
Povprečni multiplikator konkurentov	15,50	5,86
Prilagojen multiplikator	5,17	1,95

Vir: lastno delo, prirejeno po Reuters (2018a); Reuters (2018b); Reuters (2018c).

Izračunala sem povprečni P/E multiplikator in povprečni P/S multiplikator treh največjih konkurentov, za potrebe vrednotenja zagonskega podjetja Essential Products pa sem uporabila 1/3 njunih vrednosti, saj podjetja v začetni stopnji ni mogoče enoznačno primerjati z uveljavljenimi podjetji. Poleg tega so to najuspešnejša podjetja v panogi, zato

so njihovi kazalniki višji od panožnega povprečja in bi brez prilagoditev njihovih vrednosti odražali precenjeno vrednost podjetja Essential Products.

Za izračun vrednosti v letu izhoda investitorjev sem uporabila dobiček iz poslovanja po davku v višini 2.493,59 mio USD ter prihodke od prodaje v višini 28.465,66 mio USD, ki sem jih izračunala že pri vrednotenju podjetja s prilagojeno metodo diskontiranih denarnih tokov. Gre za podatke za leto 2023, saj sem to leto uporabila kot končno leto tudi pri omenjeni metodi. Vrednost dobička iz poslovanja po davku sem zmnožila s P/E multiplikatorjem in tako dobila končno vrednost podjetja, ki znaša 12.880,79 mio USD, vrednost prihodkov iz poslovanja pa sem zmnožila s P/S multiplikatorjem in dobila končno vrednost podjetja, ki znaša 55.634,55 mio USD. Izračunani vrednosti sem diskontirala na sedanjo vrednost z uporabo enakih diskontnih stopenj kot pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov ter ob predpostavki, da je 6. leto končno leto, dobljene vrednosti so prikazane v Tabeli 12.

Tabela 12: Ocena vrednosti podjetja Essential Products ob uporabi različnih diskontnih stopenj, s prilagojeno metodo primerljivih podjetij, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/E multiplikatorja v mio	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/S multiplikatorja v mio
7,67 %	8.267,50	35.708,89
15 %	5.568,72	24.052,35
22 %	3.906,46	16.872,74
30 %	2.668,59	11.526,16
40 %	1.710,70	7.388,84

Vir: lastno delo.

Uporaba napovedanih prihodnjih dobičkov in prihodkov za ocenjevanje zagonskega podjetja predstavlja pomembno prilagoditev tradicionalne metode primerljivih podjetij. Za vrednotenje podjetja Essential Products, pa tudi ostalih zagonskih podjetij, uporaba trenutnih podatkov o poslovanju ni smiselna, saj podjetje šele vzpostavlja poslovanje, posledično pa posluje z izgubo in generira manjše prihodke, kot jih bo v stabilni fazi, zato bi z multipliciranjem teh podatkov prišli do podcenjene ali celo negativne vrednosti podjetja. Dobljene vrednosti odražajo pričakovano prihodnjo vrednost podjetja, zato jih moramo pretvoriti na sedanjo vrednost, kar storimo z uporabo diskontne stopnje (Damodaran, 2009). Zaradi prikaza občutljivosti ocenjene vrednosti podjetja na diskontno stopnjo sem uporabila različne višine diskontne stopnje, ki se ujemajo z uporabljenimi diskontnimi stopnjami pri vrednotenju s prilagojeno metodo diskontiranih denarnih tokov,

s tem pa lahko primerjamo dobljene vrednosti podjetja Essential Products po različnih metodah.

Na enak način kot pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov sem tudi pri tej metodi prilagodila dobljene sedanje vrednosti tako, da sem zajela učinek nelikvidnosti ter verjetnost neuspeha podjetja. Dobljene ocenjene vrednosti se nahajajo v Tabeli 13 in Tabeli 14. Dobljene vrednosti v Tabeli 14 predstavljajo ocenjeno sedanjo vrednost podjetja Essential Products z uporabo prilagojene metode primerljivih podjetij, z vsemi zajetimi prilagoditvami, ki jih je v izbranem primeru mogoče izračunati.

Tabela 13: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi primerljivih podjetij, ob upoštevanju učinka nelikvidnosti, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/E multiplikatorja v mio	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/S multiplikatorja v mio	Delež zmanjšanja vrednosti podjetja za zajemanje učinka nelikvidnosti	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/E multiplikatorja po prilagoditvi v mio	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/S multiplikatorja po prilagoditvi v mio
7,67 %	8.267,50	35.708,89	10 %	7.440,75	32.138,00
15 %	5.568,72	24.052,35	10 %	5.011,85	21.647,12
22 %	3.906,46	16.872,74	10 %	3.515,81	15.185,47
30 %	2.668,59	11.526,16	10 %	2.401,73	10.373,54
40 %	1.710,70	7.388,84	10 %	1.539,63	6.649,96

Vir: lastno delo.

Tabela 14: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi primerljivih podjetij, ob upoštevanju verjetnosti neuspeha, v USD

Diskontna stopnja	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/E multiplikatorja v mio	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/S multiplikatorja v mio	Delež zmanjšanja vrednosti podjetja za zajemanje verjetnosti neuspeha	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/E multiplikatorja po prilagoditvi v mio	Ocenjena sedanja vrednost podjetja z uporabo P/S multiplikatorja po prilagoditvi v mio
7,67 %	7.440,75	32.138,00	20 %	5.952,60	25.710,40
15 %	5.011,85	21.647,12	20 %	4.009,48	17.317,69
22 %	3.515,81	15.185,47	20 %	2.812,65	12.148,37
30 %	2.401,73	10.373,54	20 %	1.921,39	8.298,83
40 %	1.539,63	6.649,96	20 %	1.231,71	5.319,97

Vir: lastno delo.

Vrednosti, dobljene s prilagojeno metodo primerljivih podjetij, sicer temeljijo na enakih prihodkih in dobičku, kot sem jih napovedala pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, uporabljene so enake višine diskontnih stopenj ter fiksnih znižanj za zajemanje učinka nelikvidnosti ter verjetnosti neuspeha podjetja, kljub temu pa so izračunane sedanje vrednosti precej višje. Razlog za to je, da vrednotenje s prilagojeno metodo primerljivih podjetij ne predvideva upoštevanja denarnih tokov preteklih let, ki so na začetku negativni. Prednost metode je v prostem dostopu do multiplikatorjev javnih delniških družb, ki pa jih ni mogoče uporabiti za vrednotenje zagonskega podjetja brez prilagoditev. Za podjetje Essential Products sem povprečna multiplikatorja največjih konkurentov prilagodila tako, da sem uporabila 1/3 njunih vrednosti, s čimer sem se približala vrednosti panožnih multiplikatorjev ter kompenzirala zaradi dejstva, da vrednotim zagonsko podjetje, ki še nima tako stabilnega poslovanja kot njegovi konkurenti. Ker je takšna prilagoditev subjektivno prisojena, sem s tem zmanjšala zanesljivost ocenjene vrednosti podjetja. Menim, da je ta metoda podvržena preveliki meri subjektivnosti in prilagoditev, v izračunih pa zajema premalo podatkov, zato ocenjena vrednost s tem pristopom ne more biti osnova za sprejemanje odločitev o investiranju, v kolikor ni obravnavana z upoštevanjem njenih omejitev ter primerjana z vrednostjo podjetja, ocenjeno po drugih metodah.

3.3.6 Vrednotenje podjetja po metodi ocenjevanja tveganega kapitala

Vrednotenje zagonskega podjetja po metodi ocenjevanja tveganega kapitala sem izvedla po pristopu, ki ga predlagata Metrick & Yasuda (2010, str. 178–192), saj gre za novejši, lažje izvedljiv način. Najprej sem določila vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev ter verjetnost, da bo do uspešnega izhoda sploh prišlo. Nato sem glede na verjetnost uspešnega izhoda, višino diskontne stopnje ter števila let do izhoda investitorjev izračunala zahtevan multiplikator vloženega denarja. Določila sem delež zadržanja, ki sem ga aplicirala na multiplicirano vrednost podjetja v letu izhoda investitorjev ter s tem prišla do sedanje vrednosti podjetja Essential Products, ob uporabi različnih višin diskontnih stopenj, rezultati pa so prikazani v Tabeli 15.

Tabela 15: Ocena vrednosti podjetja Essential Products po metodi ocenjevanja tveganega kapitala, v USD

Vrednost podjetja Essential Products v letu izhoda investitorjev v mio	Verjetnost uspeha v letu 2023	Strošek kapitala	Zahtevan multiplikator vloženega denarja	Delež zadržanja	Sedanja vrednost podjetja Essential Products v mio
48.596,46	80 %	7,67 %	1,35	50 %	18.053,85
21.195,53	80 %	15 %	1,44	50 %	7.372,36
13.777,10	80 %	22 %	1,53	50 %	4.517,08
9.840,78	80 %	30 %	1,63	50 %	3.027,93
7.251,10	80 %	40 %	1,75	50 %	2.071,74

Vir: lastno delo.

Za vrednotenje po metodi ocenjevanja tveganega kapitala sem uporabila enake vrednosti podjetja v letu izhoda investitorjev, kot sem jih za različne višine diskontnih stopenj izračunala pri prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov. Glede na to, da podjetje že ima delujoč proizvod in je začelo s prodajo, njegov ustanovitelj ima izkušnje v panogi in z zagonskimi podjetji, zaposleni pa imajo znanje in izkušnje iz področja, v katerem podjetje Essential Products deluje, sem ocenila, da je verjetnost uspeha podjetja v letu 2017 znašala 60 %. Skozi čas podjetje svoje poslovanje stabilizira ter prodajo poveča, zato sem predvidela, da se verjetnost uspeha večja in znaša v letu 2023, za katerega sem določila končno vrednost, 80 %. Zahtevan multiplikator vloženega denarja sem izračunala kot funkcijo stroška kapitala, števila let do izhoda investitorjev, ki v tem primeru pomeni zadnje leto, ter verjetnosti uspeha podjetja v tem letu. Posledično vrednost multiplikatorja raste z višino stroška kapitala.

Delež zadržanja nam pove, kakšen delež končnega lastništva bo obdržal trenutni lastnik. Metrick & Yasuda (2010, str. 183) za podjetja, ki so že prejela prvi krog investicij, predlagata 50 % delež zadržanja, na osnovi podatkov o podjetjih, ki so že prešla stopnjo prve javne ponudbe delnic, zato sem takšno vrednost uporabila tudi pri vrednotenju podjetja Essential Products. Alternativno bi lahko delež zadržanja izračunala kot razmerje med številom delnic, ki jih v zameno za investicijo prejme posamezni delničar, ter številom vseh delnic podjetja, ki bodo izdane do konca leta, za katerega sem ocenila končno vrednost (Metrick & Yasuda, 2010, str. 182). Ker podatki o vseh delnicah niso na voljo in bi bilo njihovo ocenjevanje zgolj ugibanje, tega pristopa nisem uporabila.

Za posamezno višino diskontne stopnje sem vrednost podjetja v letu 2023 množila z odstotkom zadržanja ter delila z izračunanim multiplikatorjem, s tem pa sem izračunala vrednost podjetja Essential Products po metodi ocenjevanja tveganega kapitala.

Sahlman & Scherlis (1987) menita, da je potrebno vse posebnosti zagonskih podjetij zajeti v prilagajanju višine diskontne stopnje. Posledično tu nisem prilagajala vrednosti zaradi zmanjšane likvidnosti in verjetnosti, da podjetje ne bo uspešno, najbolj smiselna ocenjena sedanja vrednost pa je zato tista, ki ima najvišjo diskontno stopnjo.

Ker v izračunu niso upoštevani negativni denarni tokovi, ki se jim v prvih letih poslovanja ni mogoče izogniti, je dobljena vrednost podjetja pri vseh višinah diskontne stopnje višja od vrednosti, dobljenih po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov. Poleg tega, da metoda ne upošteva poslovanja podjetja v prvih letih, je problematično tudi določanje verjetnosti uspeha podjetja ter deleža zadržanja, saj imata ta dejavnika vpliv na ocenjeno vrednost podjetja, hkrati pa ju ni mogoče empirično natančno določiti in utemeljiti. Metoda je med investitorji zelo popularna, vendar pa majhno število upoštevanih dejavnikov, ki je razlog za njeno enostavnost, hkrati pomeni tudi manjšo zanesljivost dobljene vrednosti.

3.3.7 Tehtano povprečje ocenjenih vrednosti podjetja Essential Products

V Tabeli 16 je prikaz dobljenih ocenjenih vrednosti podjetja Essential Products po vseh predstavljenih metodah vrednotenja zagonskih podjetij ter ob upoštevanju različnih diskontnih stopenj, kjer je to mogoče.

Tabela 16: Prikaz dobljenih ocen vrednosti podjetja Essential Products po vseh metodah vrednotenja zagonskih podjetij ter ob upoštevanju različnih diskontnih stopenj, v USD

Metoda	Utež	Diskontna stopnja					
		0 %	7,67 %	15 %	22 %	30 %	40 %
Berkusova metoda	0,00	2,15					
Metoda primerjalne tabele	0,00	4,78					
Metoda vsote dejavnikov tveganj	0,00	4,75					
Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov	0,50		20.756,88	4.945,13	1.441,40	14,93	-616,55
Prilagojena metoda primerljivih podjetij (P/E multiplikator)	0,25		5.952,60	4.009,48	2.812,65	1.921,39	1.231,71
Prilagojena metoda primerljivih podjetij (P/S multiplikator)	0,00		25.710,40	17.317,69	12.148,37	8.298,83	5.319,97
Metoda ocenjevanja tveganega kapitala	0,25		18.053,85	7.372,36	4.517,08	3.027,93	2.071,74
Tehtano povprečje vrednosti podjetja		1.941,80					

Vir: lastno delo.

Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele in metoda vsote dejavnikov tveganj so namenjene vrednotenju zagonskih podjetij v predprihodkovni stopnji in z možnim razponom vrednosti omejujejo višino ocenjene vrednosti podjetja, zato za vrednotenje Essential Products niso primerne in je vrednost, dobljena z njihovo uporabo, veliko nižja kot pri ostalih metodah; zato sem jih iz izračuna tehtanega povprečja izločila tako, da sem jim dodelila utež 0.

Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov je izmed vseh uporabljenih metod najbolj dodelana in zajame največ dejavnikov, s primerno diskontno stopnjo pa se tudi najbolj približa vrednosti podjetja Essential Products, kot jo ocenjuje trg na podlagi znanih informacij o višini investicij ter špekulacijah o številu izdanih delnic. 7,67 % diskontna stopnja bi bila primerna, če bi vrednotili uveljavljeno javno delniško družbo, ki se v celoti financira iz kapitalskih virov, za izbrano podjetje pa je ta stopnja prenizka. 30 % in 40 % diskontni stopnji sta bolj primerni, kadar vrednotimo podjetje po metodi ocenjevanja tveganega kapitala, saj zajemata tudi za zagonska podjetja specifične dejavnike, ki jih s prilagojeno metodo diskontiranih denarnih tokov zajemamo na drugačne načine. Za izračun tehtanega povprečja ocenjenih vrednosti podjetja Essential Products po različnih metodah sem izbrala vrednost, dobljeno ob uporabi 22 % diskontne stopnje, saj menim, da z njeno višino najbolj smiselno zajamemo posebnosti zagonskih podjetij z izjemo tistih, ki jih vrednotimo v obliki fiksnega odstotka znižanja ocenjene vrednosti. Metoda zajema največ dejavnikov in omogoča najbolj sistematičen pristop, zato sem ji dodelila utež v višini 0,5.

Prilagojeno metodo primerljivih podjetij sem aplicirala z uporabo P/E in P/S multiplikatorja, v izračunu tehtanega povprečja vseh ocen pa sem uporabila vrednost, dobljeno z uporabo P/E multiplikatorja pri 22 % diskontni stopnji, saj so vrednosti, dobljene s P/S multiplikatorjem, precej višje, in bi nesorazmerno vplivale na tehtano povprečje ocenjenih vrednosti. Prilagojena metoda primerljivih podjetij zajema manj spremenljivk poslovanja podjetja kot prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov, hkrati pa je določanje spremenljivk, ki so uporabljene v izračunu, podvrženo določeni meri subjektivnosti, zato sem ji dodelila manjšo utež, v višini 0,25. Prilagojena metoda primerljivih podjetij in metoda ocenjevanja tveganega kapitala ne zajemata negativnih denarnih tokov iz prvih let poslovanja, temveč bazirata samo na poslovnem izidu iz poslovanja po davku v letu izhoda investitorjev, zato so ocenjene vrednosti, dobljene z njuno uporabo, precej višje kot pri drugih metodah.

Metoda ocenjevanja tveganega kapitala je po obsegu zajetih spremenljivk v izračunu ter objektivnosti določanja njihovih vrednosti primerljiva s prilagojeno metodo primerljivih podjetij, zato sem ji v izračunu tehtanega povprečja ocenjenih vrednosti določila enako utež, to je 0,25. Ker pri tej metodi ni predvideno ločeno zajemanje učinka nelikvidnosti in drugih, za zagonska podjetja specifičnih dejavnikov, sem za izračun tehtanega povprečja

ocen vrednosti podjetja Essential Products uporabila vrednost, dobljeno ob uporabi najvišje, 40 % diskontne stopnje.

Tehtano povprečje dobljenih ocen vrednosti podjetja Essential Products po vseh metodah znaša 1.941,80 mio USD in je smiselno glede na vrednost, ki jo podjetju določa trg. Že v letu 2017 je bila namreč vrednost podjetja ocenjena na 1,2 mrd USD, glede na to, da je podjetje od takrat že začelo s prodajo ter da načrtuje nove proizvode in torej vlaga v razvoj, pa lahko sklepamo, da je njegova vrednost v tem obdobju zrastle (Wang, 2017b).

SKLEP

V magistrski nalogi sem v prvem delu predstavila značilnosti zagonskih podjetij in obrazložila, zakaj tradicionalne metode niso primerne za ocenjevanje njihovih vrednosti. Pri uporabi metode diskontiranih denarnih tokov za vrednotenje zagonskih podjetij nastopijo težave pri ocenjevanju vrednosti obstoječih sredstev, napovedovanju prihodkov, določanju diskontne stopnje, oceni končne vrednosti podjetja ter pri določanju uteži posameznih lastniških deležev. Pri metodah tržnega načina ocenjevanja vrednosti podjetij se za potrebe vrednotenja zagonskih podjetij pojavljajo težave pri izbiri smiselnih multiplikatorjev in primerljivih podjetij, pri določanju stopnje tveganja ter vkomponiranju verjetnosti preživetja podjetja, učinka zmanjšane likvidnosti in različnih uteži lastniških deležev. V nadaljevanju sem predstavila vrste investorjev ter stopnje investiranja, saj je oboje pomembno pri določanju parametrov za vrednotenje zagonskih podjetij, ter možne prilagoditve diskontne stopnje, da zajamemo njihove posebnosti.

Vse predstavljene metode za vrednotenje zagonskih podjetij: Berkusovo metodo, metodo primerjalne tabele, metodo vsote dejavnikov tveganj, prilagojeno metodo diskontiranih denarnih tokov, prilagojeno metodo primerljivih podjetij, metodo ocenjevanja tveganega kapitala sem predstavila in uporabila na izbranem zagonskem podjetju Essential Products. Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele ter metoda vsote dejavnikov tveganj temeljijo na opazovanju karakteristik podjetja ter okolja, v katerem le-to deluje, ter subjektivnem prisojanju vrednosti tem karakteristikam. Ker je razpon prisojenih vrednosti po teh metodah vnaprej opredeljen in omejen tako, da ustreza zagonskim podjetjem v predprihodkovni stopnji, ki z izbranim podjetjem niso primerljiva, dobljene vrednosti ne morejo odražati dejanske vrednosti podjetja Essential Products, ki je to stopnjo že prešlo. Vrednosti, dobljene z njihovo uporabo, so veliko nižje kot pri ostalih metodah, zato sem jih iz izračuna tehtanega povprečja izločila. Pri preostalih treh metodah sem za vrednotenje podjetja Essential Products uporabila različne diskontne stopnje, kjer je bilo mogoče, pa tudi fiksna zmanjšanja sedanje vrednosti za učinek manjše likvidnosti naložb in verjetnosti neuspeha podjetja, in s tem prikazala vpliv različnih diskontnih stopenj in možne prilagoditve ocenjene vrednosti za posebne karakteristike zagonskih podjetij. Prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov z diskontno stopnjo 22 % ter prilagojena metoda primerljivih podjetij s 40 % diskontno stopnjo se najbolj približata vrednosti podjetja

Essential Products v višini 1,2 mrd USD, kot jo ocenjuje trg na podlagi znanih informacij o dosedanjih investicijah in številu izdanih delnic. Prilagojena metoda primerljivih podjetij in metoda ocenjevanja tveganega kapitala ne zajemata negativnih denarnih tokov iz prvih let poslovanja, temveč bazirata samo na poslovnem izidu iz poslovanja po davku v letu izhoda investitorjev, zato so ocenjene vrednosti, dobljene z njuno uporabo, višje. Da bi ta učinek čim bolj ublažila, sem za izračun tehtanega povprečja vrednostim, dobljenim pri teh dveh metodah, dodelila manjše uteži. Tehtano povprečje dobljenih ocen vrednosti podjetja Essential Products po vseh metodah znaša 1.941,80 mio USD in je smiselno glede na vrednost, ki jo ocenjuje trg. Za čim večjo zanesljivost je smiselno uporabiti več metod za ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij ter dobljene rezultate primerjati, pri čemer Berkusova metoda, metoda primerjalne tabele in metoda vsote dejavnikov tveganj niso primerne za vrednotenje podjetja, ki je že prešlo predprihodkovno stopnjo. Izmed vseh predstavljenih metod je najbolj sistematična prilagojena metoda diskontiranih denarnih tokov, z njeno uporabo pridemo do tržno primerljive ocenjene vrednosti zagonskega podjetja. Prilagojeno metodo primerljivih podjetij ter metodo ocenjevanja tveganega kapitala je smiselno uporabljati samo v kombinaciji z drugimi metodami.

LITERATURA IN VIRI

1. Amazon.com. (brez datuma). *Essential Phone*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz https://www.amazon.com/s/ref=sr_nr_n_1?fst=as%3Aoff&rh=n%3A2335752011%2Cn%3A2407749011%2Ck%3Aessential+phone&keywords=essential+phone&ie=UTF8&qid=1540106121&rnid=2335753011
2. AngelList. (brez datuma). *Startup Valuation Data*. Pridobljeno 9. septembra 2018 iz <https://angel.co/valuations>
3. Apple Inc. (2018). *Annual report 2017*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz https://s22.q4cdn.com/396847794/files/doc_financials/annual_reports/_10-K_2017_As-Filed_.pdf
4. Backman, M. (2015). Banks and new firm formation. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 22(4), 734–761.
5. Barinka, A. & Gurman, M. (2018, 24. maj). Android Creator Puts Essential Up for Sale, Cancels Next Phone. *Bloomberg*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-24/andy-rubin-s-phone-maker-essential-is-said-to-consider-sale>
6. Berkus, D. (2009, 4. november). The Berkus Method – Valuing the Early Stage Investment. *Berconomics*. Pridobljeno 30. aprila 2018 iz <https://berconomics.com/?p=131>
7. Berkus, D. (2012, 25. marec). The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. *Berconomics*. Pridobljeno 2. maja 2018 iz <https://berconomics.com/?p=1214>

8. Berkus, D. (2016, 4. november). After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. *Berconomics*. Pridobljeno 2. maja 2018 iz <https://berconomics.com/?p=2752>
9. Best Buy Co, Inc. (brez datuma). *Essential Phone*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz https://www.bestbuy.com/site/searchpage.jsp?st=essential+phone&_dyncharset=UTF-8&id=pcat17071&type=page&sc=Global&cp=1&nrp=&sp=&qp=&list=n&af=true&iht=y&usc=All+Categories&ks=960&keys=keys
10. Bloomberg. (2018). *Company Overview of NextBit Systems Inc.* Pridobljeno 3. septembra 2018 iz <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapid=253291715>
11. Cambridge Associates. (2018a, 31. marec). *US Private Equity Index and Selected Benchmark Statistics*. Pridobljeno 20. oktobra 2018 iz <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2018/07/WEB-2018-Q1-USPE-Benchmark-Book.pdf>
12. Cambridge Associates. (2018b, 31. marec). *US Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics*. Pridobljeno 20. oktobra 2018 iz <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2018/07/WEB-2018-Q1-USVC-Benchmark-Book.pdf>
13. Carpentier, C. & Suret, J. (2015, april). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, (30), 808–821.
14. Cordova, A., Dolci, J. & Gianfrate, G. (2015). The determinants of crowdfunding success: evidence from technology projects. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, (181), 115–124.
15. Corporate Finance Institute. (2018). *What is Corporate Venturing and Corporate Venture Capital?* Pridobljeno 23. junija 2018 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/corporate-venturing-corporate-venture-capital/>
16. Cremades, A. (2016). *The Art of Startup Fundraising: Pitching Investors, Negotiating the Deal, and Everything Else Entrepreneurs Need to Know*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
17. Crunchbase. (2018a). *Andy Rubin*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.crunchbase.com/person/andy-rubin#section-overview>
18. Crunchbase. (2018b). *Essential*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.crunchbase.com/organization/essential-2#section-overview>
19. Crunchbase. (2018c). *Jeff Brody*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz <https://www.crunchbase.com/person/jeff-brody#section-overview>
20. Crunchbase. (2018d). *Pueo Keffer*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz <https://www.crunchbase.com/person/pueo-keffer#section-overview>

21. Damodaran, A. (2009, maj). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. Pridobljeno 21. junija 2018 iz <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>
22. Damodaran Online. (2018, 5. januar). *Data current*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
23. Damodaran Online. (brez datuma). *Estimating a synthetic rating and cost of debt*. Pridobljeno 14. oktobra 2018 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm#_ftnref1
24. Equidate. (brez datuma). *Essential Products*. Pridobljeno 1. septembra 2018 iz <https://equidateinc.com/company/essential>
25. Essential Products, Inc. (2018). *Essential Phone*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.essential.com/>
26. Euromonitor Passport. (2018). *Baza podatkov Euromonitor analysis*. Pridobljeno 2. septembra 2018 iz <https://www.portal.euromonitor.com>
27. FIH Mobile. (brez datuma). *Announcement of unaudited interim results for the six months ended 30 June 2017*. Pridobljeno 12. septembra 2018 iz <http://www.fihmb.com/investors/Investors.aspx>
28. Gompers, P. A. & Sahlman, W. (2002). *Entrepreneurial Finance: A Casebook*. Boston: John Wiley & Sons, Inc.
29. GSMArena. (2017, 15. november). *Here's what was discussed on today's Essential PH-1 Reddit AMA*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz https://www.gsmarena.com/heres_what_was_discussed_on_todays_essential_ph1_reddit_ama-news-28272.php
30. Heater, B. (2017). *Essential's road to mainstream success is a ten-year play*. *Techcrunch*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://techcrunch.com/2017/05/30/essentials-road-to-mainstream-success-is-a-ten-year-play/>
31. Huawei. (2018). *Huawei Investment & Holding Co., Ltd. 2017 Annual Report*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz https://www-file.huawei.com/-/media/corporate/pdf/annual-report/annual_report2017_en.pdf?la=en&source=corp_comm
32. Jones, A. (2018, 2. januar). *Limitations of Discounted Cash Flow Valuation Models*. *Private equity info*. Pridobljeno 18. oktobra 2018 iz <http://blog.privateequityinfo.com/index.php/2018/01/02/limitations-of-discounted-cash-flow-valuation-models/>
33. Knaup, A. E. & Piazza, M. C. (2007, september). *Business Employment Dynamics data: survival and longevity, II. Monthly Labor Review*. Pridobljeno 15. oktobra 2018 iz <https://www.bls.gov/opub/mlr/2007/09/art1full.pdf>
34. Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje? Vrednotenje in trženje podjetij* (2. izdaja). Kočevje: Tiskarna Kočevski tisk.

35. KPMG. (2018). *Corporate tax rates table*. Pridobljeno 12. septembra 2018 iz <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
36. Levy, N. (2017, 9. avgust). Amazon revealed as investor in Android creator Andy Rubin's Essential, joining Tencent in \$300M round. *GeekWire*. Pridobljeno 1. septembra 2018 iz <https://www.geekwire.com/2017/amazon-revealed-investor-android-creator-andy-rubins-essential-joining-tencent-300m-round/>
37. Lord, H. & Mirabile, C. (2016). *Leaders Wanted: Making Startup Deals Happen*. Columbia: Seraf LLC.
38. Lord, H. & Mirabile, C. (2017). *Angel investing by the Numbers*. Columbia: Seraf Compass Publications.
39. Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A. & Lévesque, M. (2011, september). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, (26), 212–225.
40. Metrick, A. & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital & the Finance of Innovation* (2nd edition). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc..
41. Miles, B. (2017). *How to break into Venture Capital*. Middletown: Bradley Miles.
42. Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, (29), 1–16.
43. Morningstar. (2018a). *Apple Inc.* Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xnas/aapl/quote.html>
44. Morningstar. (2018b). *Samsung Electronics Co Ltd*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://www.morningstar.com/stocks/grey/ssnlf/quote.html>
45. Morningstar. (2018c). *Huawei Culture Co Ltd*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xshe/002502/quote.html>
46. Nellis, S. (2017, 16. oktober). Android co-creator's startup sued over connector technology. *Reuters*. Pridobljeno 7. septembra 2018 iz <https://www.reuters.com/article/us-keyssa-lawsuit/android-co-creators-startup-sued-over-connector-technology-idUSKBN1CL2OO>
47. Owler. (2018). *Essential Products*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.owler.com/company/essentialproducts>
48. Payne, B. (2011a, januar). Scorecard Valuation Methodology: Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies. Pridobljeno 2. maja 2018 iz <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>
49. Payne, B. (2011b, 31. januar). Startup Valuations: The Scorecard Method. *Bill Payne & Associates: Enabling Entrepreneurs*. Pridobljeno 30. aprila 2018 iz <http://billpayne.com/2011/01/31/establishing-the-pre-money-valuation-of-pre-revenue-startups.html>
50. Payne, B. (2011c, 27. februar). Startup Valuations: The Risk Factor Summation Method. *Bill Payne & Associates: Enabling Entrepreneurs*. Pridobljeno 30. aprila 2018 iz <http://billpayne.com/2011/02/27/startup-valuations-the-risk-factor-summation-method-2.html>

51. Poland, S. R. (2017). *Founder's Pocket Guide: Startup Valuation* (2nd Edition). Asheville: 1x1 Media.
52. Praznik, B. (2011). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij* (dopolnjena izdaja). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
53. Rasmussen, M. (2003). *Quantitative Portfolio Optimisation, Asset Allocation and Risk Management*. New York: Palgrave Macmillan.
54. Reuters. (2018a). *Apple Inc.* Pridobljeno 28. oktobra 2018 iz <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/AAPL.OQ>
55. Reuters. (2018b). *Huawei Culture Co Ltd.* Pridobljeno 28. oktobra 2018 iz <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/002502.SZ>
56. Reuters. (2018c). *Samsung Electronics Co Ltd.* Pridobljeno 28. oktobra 2018 iz <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/005930.KS>
57. Rubin, A. (2017, 30. maj). Why I started Essential. *Essential Products, Inc.* Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.essential.com/blog/why-I-started-essential>
58. Sahlman, W. A. & Scherlis, D. R. (1987, julij). *A Method For Valuating High-Risk, Long-Term Investments: The "Venture Capital Method"*. Boston: Harvard Business School Publishing.
59. Sahlman, W. A., Stevenson, H. H., Roberts, M. J. & Bhidé, A. (1999). *The Entrepreneurial Venture* (2nd edition). Boston: Harvard Business School Press.
60. Samsung. (brez datuma). *Consolidated financial statements of Samsung Electronics Co., Ltd. And its subsidiaries 2017*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz <https://www.samsung.com/global/ir/financial-information/audited-financial-statements/>
61. Sander, P. & Kõomägi, M. (2007). Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 6–19.
62. Schleifer, T. (2017, 8. december). Andy Rubin has returned to his company weeks after he took leave amid allegations of inappropriate behavior. *Recode*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://www.recode.net/2017/12/8/16743996/andy-rubin-essential-playground-personal-leave-return>
63. Schoon, B. (2018, 16. avgust). Revisiting the Essential Phone w/ Android Pie – A love letter to my favorite underdog. *9to5Google*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz <https://9to5google.com/2018/08/16/essential-phone-android-pie-review/>
64. Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation* (doktorska disertacija). Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
65. Scrivens, S. (2018, 11. januar). Essential has some new accessories available, including USB-C earbuds and a fast charger. *Android Police*. Pridobljeno 5. septembra 2018 iz <https://www.androidpolice.com/2018/01/11/essential-new-accessories-available-including-usb-c-earbuds-fast-charger/>
66. Si-revizija. (brez datuma). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017*. Pridobljeno 5. avgusta 2018 iz http://www.si-revizija.si/sites/default/files/ocenjevalci/ivs-msov-2017-slo_5.pdf

67. Sohail, O. (2018, 28. maj). Andy Rubin Had an Email Sent to Employees That Apparently Leaked Out – Essential Is Not Shutting Down. *Wccftech*. Pridobljeno 7. septembra 2018 iz <https://wccftech.com/andy-rubin-email-essential-not-shutting-down/>
68. Sprint.com. (brez datuma). *Essential Phone*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.sprint.com/en/shop/cell-phones/essential-phone.html?q=essential+phone&ensembleId=ESS2ALBBBLK>
69. Sullivan Jr, P. H. & Sullivan Sr, P. H. (2000). Valuing intangibles companies – An intellectual capital approach. *Journal of Intellectual Capital*, 1(4), 328–340.
70. Teker, D., Teker, S. & Teraman, Ö. (2016). Venture Capital Markets: A Cross Country Analysis. *Procedia Economics and Finance*, (38), 213–218.
71. Wang, J. (2017, 9. avgust). Plodding Essential sets sales goal of millions, talks about recent news. *Pocketnow*. Pridobljeno 11. septembra 2018 iz <https://pocketnow.com/tencent-and-amazon-pour-300-million-into-flagging-essential>
72. Wang, J. (2017, 14. avgust). Essential now worth \$1.2 billion, thanks in part to Foxconn. *Pocketnow*. Pridobljeno 11. septembra 2018 iz <https://pocketnow.com/essential-now-worth-1-2-billion-thanks-to-foxconn>
73. Windsor, R. (2018, 17. julij). Essential Phone On Amazon Is Another Signal That End Is Close For Essential Products Inc. *Forbes*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.forbes.com/sites/richardwindsoreurope/2018/07/17/essential-phone-on-amazon-is-another-signal-that-end-is-close-for-essential-products-inc/#2757fd605016>
74. Winkler, R. (2017a, 20. marec). SoftBank Drops \$100 Million Investment in iPhone Rival. *The Wall Street Journal*. Pridobljeno 31. avgusta 2018 iz <https://www.wsj.com/articles/softbank-drops-100-million-investment-in-iphone-rival-1490023608>
75. Winkler, R. (2017b, 9. avgust). Amazon and Tencent Back Smartphone Maker Essential. *The Wall Street Journal*. Pridobljeno 4. septembra 2018 iz <https://www.wsj.com/articles/amazon-and-tencent-back-smartphone-maker-essential-1502283648>
76. Zeidel, M. J. (2016, 18. julij). JOBS Act: Did It Accomplish Its Goals? *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*. Pridobljeno 14. oktobra 2018 iz <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/07/18/the-jobs-act-did-it-accomplish-its-goals/>

PRILOGE

Priloga 1: Delovna tabela za določanje višine vpliva posameznih kategorij na vrednost podjetja Essential Products po metodi primerjalne tabele

TEHTANJE (višina vpliva)	DEJAVNIKI	Ocenjena višina vpliva za podjetje Essential Products
0–30 %	Prednosti ustanovitelja in vodstvene ekipe	
	<i>Izkušnje</i>	+++
+	večletne poslovne izkušnje	
++	izkušnje v tem poslovnem sektorju	
+++	izkušnje v vlogi izvršnega direktorja	
++	izkušnje v vlogi operativnega direktorja, finančnega direktorja, tehničnega direktorja	
+	izkušnje v vlogi produktnega vodje	
-	izkušnje v prodaji ali s tehnologijo	
---	brez poslovnih izkušenj	
	<i>Pripravljenost odstopiti mesto bolj izkušenemu izvršnemu direktorju, če je to potrebno.</i>	0
---	nepripravljenost	
0	nevtravno	
+++	pripravljenost	
	<i>Ali je ustanovitelj odprt za pridobivanje novih znanj in izkušenj/je učljiv?</i>	+++
+++	da	
---	ne	
	<i>Kako izpopolnjena je vodstvena ekipa?</i>	+++
-	samo ustanovitelj	
0	en kompetenten član ekipe	
+	osnovana ekipa, pripravljena, da začne z delom	
+++	oblikovana kompetentna ekipa	
0-25 %	Velikost priložnosti	
	<i>Velikost celotnega trga (celoten obseg prodaje)</i>	++

se nadaljuje

nadaljevanje

TEHTANJE (višina vpliva)	DEJAVNIKI	Ocenjena višina vpliva za podjetje Essential Products
--	pod 50 mio USD	
+	100 mio USD	
++	nad 100 mio USD	
<i>Potencialni prihodki ocenjevanega podjetja v petih letih</i>		-
--	pod 20 mio USD	
++	med 20 mio USD in 50 mio USD	
-	nad 100 mio USD (za njihovo doseganje bodo potrebni dodatni krogi investiranja)	
0-15 %	Potencial proizvoda in intelektualne lastnine	
<i>Ali je proizvod definiran in razvit?</i>		+++
---	ni dobro definiran, še v fazi prototipov	
0	dobro definiran, zanimiv prototip	
++	dobre povratne informacije potencialnih kupcev	
+++	naročila in začetna prodaja kupcem	
<i>Ali je proizvod za kupce privlačen?</i>		---
---	proizvod je "vitamin"	
++	proizvod je "painkiller"	
+++	proizvod je "painkiller brez stranskih učinkov"	
<i>Ali lahko drugi proizvod duplicirajo?</i>		0
---	lahko kopiranje, ni intelektualne lastnine	
0	kopiranje je oteženo	
++	proizvod je unikaten in zavarovan s poslovnimi skrivnostmi	
+++	trdna patentna zaščita	
0-10 %	Konkurenčno okolje	
<i>Moč konkurentov na trgu</i>		-
--	trg dominira en velik konkurent	

se nadaljuje

nadaljevanje

TEHTANJE (višina vpliva)	DEJAVNIKI	Ocenjena višina vpliva za podjetje Essential Products
-	trg dominira nekaj večjih konkurentov	
++	trg je razdrobljen, veliko manjših konkurentov	
	<i>Kako dobri so konkurenčni proizvodi?</i>	--
--	konkurenčni proizvodi so odlični	
+++	konkurenčni proizvodi so šibki	
0-10 %	Oglaševanje, prodaja in poslovni partnerji	
	<i>Prodajni kanali, prodaja in poslovni partnerji na področju oglaševanja</i>	+++
---	prodajni kanali še niso dorečeni	
++	preizkuševalci beta verzij proizvoda določeni in kontaktirani	
+++	dogovorjeni prodajni kanali, kupci so že oddali prva naročila	
--	poslovni partnerji še niso identificirani	
++	ključni poslovni partnerji pripravljeni na sodelovanje	
0-5 %	Potreba po dodatnih krogih financiranja	--
+++	je ni	
0	ponoven krog investiranja poslovnih angelov	
--	potreba po investiranju lastnikov tveganega kapitala	
0-5 %	Ostalo	--
++	pozitivni ostali dejavniki	
--	negativni ostali dejavniki	

Vir: lastno delo, prirejeno po Payne (2011a).

Priloga 2: Napovedana velikost in rast trga mobilnih telefonov za obdobje od 2017 do 2023, v USD

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stopnja rasti trga	/	105 %	104 %	107 %	107 %	108 %	108 %
Velikost trga po prihodkih v mio	322.986,10	340.021,90	355.055,40	379.041,40	405.762,60	437.950,70	474.427,70
Velikost trga po prodanih količinah v mio	1.611,99	1.597,35	1.605,46	1.639,97	1.685,80	1.745,56	1.811,55

Vir: lastno delo, prirejeno po Euromonitor Passport (2018).

Priloga 3: Največji konkurenti po količini prodanih proizvodov, njihovi prihodki in dobiček za segment mobilnih telefonov v USD, tržni delež in donosi v letu 2017

Podjetje	Prodane količine mobilnih telefonov v mio	Prihodki od prodaje mobilnih telefonov v mio	Dobiček iz poslovanja za segment mobilnih telefonov v mio (EBIT)	Tržni delež podjetja v panogi mobilnih telefonov³	Donos na prihodke od prodaje mobilnih telefonov (ROS)⁴	Donos na investirani kapital (ROIC)⁵
Samsung Electronics, Inc. ⁶	321,27	99.930,97	11.080,29	30,94 %	11,09 %	19,59 %
Apple, Inc. ⁷	189,21	141.319,00	37.817,57 ⁸	43,75 %	26,76 %	22,94 %
Huawei Technologies Co. Ltd. ⁹	147,82	24.431,22 ¹⁰	2.282,11	7,56 %	9,34 %	7,25 %
Oppo Electronics Co. Ltd.	109,65	/	/	/	/	/
Vivo Communication Technology Co. Ltd.	85,22	/	/	/	/	/

se nadaljuje

³ Tržne deleže podjetij v panogi mobilnih telefonov sem izračunala kot količnik med prihodki od prodaje mobilnih telefonov za posamezno podjetje ter skupnimi prihodki od prodaje mobilnih telefonov.

⁴ Donos na prihodke od prodaje mobilnih telefonov je izračunan kot razmerje med dobičkom iz poslovanja in prihodki od prodaje, vsi podatki vključeni v izračun se nanašajo na segment mobilnih telefonov.

⁵ Podatki o donosu na investiran kapital so iz portala Morningstar in se nanašajo na celotno podjetje, ne samo na segment mobilnih telefonov, za obdobje zadnjih 12 mesecev.

⁶ V letnem poročilu podjetja Samsung Electronics so podatki v KOW, ki sem jih v USD preračunala po tečaju 1.067,42 KOW/USD.

⁷ Podjetje Apple je zaključilo fiskalno leto na 30. september 2017, zato uporabljeni podatki odražajo stanje na ta dan, podatkov za izračune nisem prilagajala.

⁸ Podjetji Apple in Huawei ne poročata višine dobička ločeno po segmentih, tako kot višino prihodkov od prodaje, zato sem izračunala, kolikšen je delež prihodkov od prodaje mobilnih telefonov v celotnih prihodkih od prodaje ter enak delež uporabila za izračun dobička iz poslovanja za segment mobilnih telefonov.

⁹ V letnem poročilu podjetja Huawei so podatki v CNY, ki sem jih v USD preračunala po tečaju 6,5063 CNY/USD.

¹⁰ Podjetje Huawei ne izkazuje prihodkov ločeno za segment mobilnih telefonov, zato sem uporabila podatke dveh tretjin segmenta Consumer.

nadaljevanje

Podjetje	Prodane količine mobilnih telefonov v mio	Prihodki od prodaje mobilnih telefonov v mio	Dobiček iz poslovanja za segment mobilnih telefonov v mio (EBIT)	Tržni delež podjetja v panogi mobilnih telefonov¹¹	Donos na prihodke od prodaje mobilnih telefonov (ROS)¹²	Donos na investirani kapital (ROIC)¹³
Xiaomi, Inc.	73,71	/	/	/	/	/
Ostali	685,11	/	/	/	/	/
Skupaj	1.611,99	322.986,10				

Vir: lastno delo, prirejeno po Apple, Inc. (2018); Euromonitor Passport (2018); Huawei (2018); Morningstar (2018a); Morningstar (2018b); Morningstar (2018c); Samsung (2018).

¹¹ Tržni deleži podjetij v panogi mobilnih telefonov so izračunani kot količnik med prihodki od prodaje mobilnih telefonov za posamezno podjetje ter skupnimi prihodki od prodaje mobilnih telefonov.

¹² Donos na prihodke od prodaje mobilnih telefonov je izračunan kot razmerje med dobičkom iz poslovanja in prihodki od prodaje, vsi podatki vključeni v izračun se nanašajo na segment mobilnih telefonov.

¹³ Podatki o donosu na investiran kapital so iz portala Morningstar in se nanašajo na celotno podjetje, ne samo na segment mobilnih telefonov, za obdobje zadnjih 12 mesecev.

Priloga 4: Izračun sedanje vrednosti podjetja Essential Products po prilagojeni metodi diskontiranih denarnih tokov, z uporabo različnih diskontnih stopenj, v USD

Leto	Prosti denarni tokovi v mio	Končna vrednost v mio	Strošek kapitala	Kumulativni strošek kapitala	Sedanja vrednost v mio
2017	-30,12		0,00 % ¹⁴	1,00	-30,12
2018	-813,58		7,67 %	1,08	-755,63
2019	-1.536,25		7,67 %	1,16	-1.325,18
2020	-1.494,53		7,67 %	1,25	-1.197,35
2021	-665,21		7,67 %	1,34	-494,97
2022	-106,77		7,67 %	1,45	-73,79
2023	2.359,64	48.596,46	7,67 %	1,56	32.706,03
Sedanja vrednost podjetja v mio					28.829,00

Vir: lastno delo.

Leto	Prosti denarni tokovi v mio	Končna vrednost v mio	Strošek kapitala	Kumulativni strošek kapitala	Sedanja vrednost v mio
2017	-30,12		0 %	1,00	-30,12
2018	-813,58		15 %	1,15	-707,46
2019	-1.536,25		15 %	1,32	-1.161,63
2020	-1.494,53		15 %	1,52	-982,68
2021	-665,21		15 %	1,75	-380,34
2022	-106,77		15 %	2,01	-53,09
2023	2.359,64	21.195,53	15 %	2,31	10.183,55
Sedanja vrednost podjetja v mio					6.868,24

Vir: lastno delo.

¹⁴ Prostih denarnih tokov iz leta 2017 nisem diskontirala, saj gre za preteklo obdobje, ki že odraža dejansko vrednost denarja.

Leto	Prosti denarni tokovi v mio	Končna vrednost v mio	Strošek kapitala	Kumulativni strošek kapitala	Sedanja vrednost v mio
2017	-30,12		0 %	1,00	-30,12
2018	-813,58		22 %	1,22	-666,87
2019	-1.536,25		22 %	1,49	-1.032,15
2020	-1.494,53		22 %	1,82	-823,05
2021	-665,21		22 %	2,22	-300,28
2022	-106,77		22 %	2,70	-39,51
2023	2.359,64	13.777,10	22 %	3,30	4.893,92
Sedanja vrednost podjetja v mio					2.001,95

Vir: lastno delo.

Leto	Prosti denarni tokovi v mio	Končna vrednost v mio	Strošek kapitala	Kumulativni strošek kapitala	Sedanja vrednost v mio
2017	-30,12		0 %	1,00	-30,12
2018	-813,58		30 %	1,30	-625,83
2019	-1.536,25		30 %	1,69	-909,03
2020	-1.494,53		30 %	2,20	-680,26
2021	-665,21		30 %	2,86	232,91
2022	-106,77		30 %	3,71	-28,76
2023	2.359,64	9.840,78	30 %	4,83	2.527,64
Sedanja vrednost podjetja v mio					20,73

Vir: lastno delo.

Leto	Prosti denarni tokovi v mio	Končna vrednost v mio	Strošek kapitala	Kumulativni strošek kapitala	Sedanja vrednost v mio
2017	-30,12		0 %	1,00	-30,12
2018	-813,58		40 %	1,40	-581,13
2019	-1.536,25		40 %	1,96	-783,80
2020	-1.494,53		40 %	2,74	-544,65
2021	-665,21		40 %	3,84	-173,16
2022	-106,77		40 %	5,38	-19,85
2023	2.359,64	7.251,10	40 %	7,53	1.276,41
Sedanja vrednost podjetja v mio					-856,31

Vir: lastno delo.