

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

VREDNOTENJE ZAGONSKIH PODJETIJ

Ljubljana, marec 2018

NACE ĐURAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Đuran Nace, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vrednotenje zagonskih podjetij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar.

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil 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 poskrbel, 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 pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil 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

Podpis študenta:

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PODJETJA DIDI CHUXING.....	2
2 STANDARDNI PRISTOPI K OCENJEVANJU VREDNOSTI PODJETJA.....	3
2.1 Pristop na osnovi denarnega toka	4
2.2 Pristop na osnovi sredstev.....	4
2.3 Tržni pristop.....	5
3 TEŽAVA OCENJEVANJA ZAGONSKEGA PODJETJA.....	6
3.1 Razlogi za nezmožnost uporabe metod za standardizirano ocenjevanje	6
3.2 Različni pristopi upravljanja sredstev v zagonskih podjetjih	7
3.3 Novi nameni ocenjevanja zagonskih podjetij	8
3.4 Novi načini ocenjevanja zagonskih podjetij	10
4 METODE OCENJEVANJA ZAGONSKIH PODJETIJ	10
4.1 Ocenjevanje podjetij v predprihodkovnem obdobju.....	10
4.2 Metoda ocenjevanja tveganega kapitala	11
4.3 Berkusova metoda ocenjevanja	12
4.4 Metoda primerjalne tabele	13
4.5 Metoda vsote dejavnikov tveganj	14
5 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA DIDI CHUXING.....	15
5.1 Pomembnost investiranja za hitro rast podjetja Didi Chuxing	15
5.2 Investitorji zagonskega podjetja Didi Chuxing.....	16
5.3 Analiza soodvisnosti med visoko vrednostjo in prejemanjem investicij	16
5.4 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo tveganega kapitala.....	18
5.5 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo primerljivih podjetij	19
5.6 Ocenitev vrednosti Didi Chuxinga z Berkusovo metodo ocenjevanja	20
5.7 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo primerjalne tabele.....	21
5.8 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo vsote dejavnikov tveganj	23
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	25
KAZALO TABEL	
Tabela 1:Izračun multiplikatorja vrednosti z metodo primerjalne tabele.....	22

UVOD

V zaključni nalogi bom predstavil težavo ocenjevanja zagonskih podjetij in jo prikazal na primeru svoje ocene podjetja Didi Chuxing. Vrednost zagonskih podjetij je v največji meri osnovana na neopredmetenih sredstvih in novih zamislih glede izdelkov ali načina poslovanja. To pomeni, da se ocenjevanje vrednosti nanaša na prihodnost, ki je še bolj negotova, kot pri ustaljenih in zrelih podjetjih. Ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij je med drugim povezano z negotovostjo napovedovanja prihodnosti, tudi zato, ker se tehnologija hitro razvija in večina zagonskih podjetij posluje v tehnoloških panogah. Ob upoštevanju globalne konkurence je vedno težje napovedovati prihodnost. Globalna konkurenca in hiter razvoj tehnologije predstavljata večje tveganje za razvoj zagonskih podjetij, zato se njihovo razvojno obdobje podaljšuje, kar pomeni, da se podaljšuje tudi njihovo predprihodkovno obdobje. Pri tem nastane težava ocenjevanja vrednosti podjetja z metodami, ki temeljijo na napovedovanju denarnih tokov, kot je metoda diskontiranih denarnih tokov, ker velja, da daljše, kot je prihodnje obdobje, ki se upošteva v izračunu ocenjene vrednosti, manj zanesljiva je ocena. Daljše, kot je predprihodkovno obdobje zagonskega podjetja, višje tveganje nastane zaradi več spremenljivih dejavnikov, kot so pojav konkurentov, pojav novih tehnologij, spremembe obrestnih mer, spremembe v gospodarstvu in vse ostale spremembe. Daljše razvojno obdobje pri ocenjevanju vrednosti zagonskega podjetja predstavlja težavo vključevanja višjega tveganja v ocenjeno vrednost. Tveganje je bistven dejavnik, vključen v ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja, ker je za zagonska podjetja značilen 50 % neuspeh v prvih letih obstoja. Ker pri ocenjevanju vrednosti podjetij obstaja sorazmerna povezava med višjim tveganjem in višjimi prihodnjimi donosi, so izmed vseh zagonskih podjetij tehnološka zagonska podjetja zaradi visokih tveganj, ki so jim izpostavljena v okoljih, kjer poslujejo, najbolj zanimiva za prihodnje investitorje. Še ena težava pri ocenjevanju vrednosti podjetij, ki je povezana tudi z daljšanjem predprihodkovnega obdobja je neobstoj preteklih računovodskih poročil, iz katerih bi na podlagi prihodkov v preteklosti napovedovali prihodnje poslovanje. Pri ocenjevanju vrednosti zagonskih podjetij so še druge težave npr. vključevanje v oceno vrednosti neposredne okolice, kjer ima zagonsko podjetje sedež. Če ima podjetje sedež v tehnološkem parku, to znatno vpliva na ocenjeno vrednost podjetja, ker se predpostavlja, da ima podjetje boljše pogoje za hitro rast. Težava vključevanja lastnosti zaposlenih v oceno vrednosti podjetja, prav tako znatno vpliva na ocenjeno vrednost zagonskega podjetja, če imajo zaposleni posebne sposobnosti ali če je ugled ustanovitelja velik. Navedeno so glavne težave ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij. Zaradi tega so standardne metode ocenjevanja vrednosti manj primerne za zagonska podjetja.

V zaključni nalogi bom predstavil kitajsko zagonsko podjetje Didi Chuxing, ki je že nekajkrat v kratkem obdobju poslovanja postavilo rekord v prejemu najvišjega investicijskega vložka v zgodovini zagonskih podjetij. Didi Chuxing med drugim, kot glavno storitev, ponuja priključitev prevoznikov na Kitajskem z dolgoročnim načrtom poslovanja globalno. Investitorji že nekaj let napovedujejo prvo javno ponudbo Didi Chuxinga, zato je za prihodnje kupce delnic pomembna ocenjena vrednost podjetja, ki je skladna z

gospodarsko resničnostjo, v nasprotnem primeru pa napačna ocena vrednosti predstavlja tveganje, da bo vrednost podjetja po prvi javni ponudbi razvrednotena.

Najprej bom v prvem poglavju na kratko predstavil tri osnovne pristope k ocenjevanju vrednosti podjetij, pristop na osnovi sredstev, pristop na osnovi denarnih tokov in tržni pristop. Zaradi ocenjevanja po namenu obstaja velik nabor različnih načinov ocenjevanja, ki jih izvajajo strokovnjaki. Že pri klasičnem vrednotenju prihaja do tega, da dva različna ocenjevalca isto podjetje ali sredstvo ocenita drugače. Iz tega razloga se je pojavila potreba po splošno sprejetih postopkih poslovnega ocenjevanja, temelječih na pravilih in načelih, ki so določeni s standardi, in potreba po programih licenciranja ocenjevalcev vrednosti. V drugem poglavju bom na primeru zagonskega podjetja Didi Chuxing pojasnil razloge, zakaj obstaja nezmožnost uporabe standardnih metod za ocenjevanje vrednosti omenjenega podjetja. Pojasnil bom nove načine in namene ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij in kako le-ti niso primerni za ocenjevanje vrednosti tehnološkega zagonskega podjetja. V tretjem poglavju bom predstavil metode za ocenjevanje vrednosti podjetja v predprihodkovnem obdobju, ki jih priporočajo investitorji za ocenjevanje zagonskih podjetij. Te metode so preproste in pristranske v primerjavi z metodami za ocenjevanje vrednosti podjetja v prihodkovnem obdobju. V četrtem poglavju bom opisal pomembnost investiranja za hitro rast in razvoj zagonskega podjetja na primeru Didi Chuxing. Predstavil bom investitorje v podjetje Didi Chuxing in z analizo pojasnil povezavo med visoko ocenjeno vrednostjo omenjenega podjetja in investiranjem v zagonsko podjetje. Nato bom podjetje Didi Chuxing ocenil z vsemi predstavljenimi metodami za predprihodkovno ocenjevanje, pojasnil težave pri ocenjevanju in primernost oziroma neprimernost metod za ocenjevanje zagonskega podjetja Didi Chuxing. V sklepu bom s pojasnil svoje ugotovitve.

1 PREDSTAVITEV PODJETJA DIDI CHUXING

Didi Chuxing je kitajsko storitveno zagonsko podjetje, ki ponuja transportne storitve z uporabo aplikacije na pametnem telefonu, ki omogoča priklic taksi voznikov, voznikov zasebnih vozil, najemanja voznikov in vozil, testne vožnje novih avtomobilov in druge podobne storitve. Podjetje je nastalo leta 2015 kot Didi Kuaidi z združitvijo podjetij Didi Dache, ki je nastalo leta 2012 kot zagonsko podjetje za priklic taksijev in Kuaidi Datche, ki je tudi zagonsko podjetje za priklic taxijev, ki se preimenovalo v Didi Chuxing (Didi Chuxing, 2017). V zagonskem podjetju je zaposlenih okrog 7.000 ljudi. Segmenti poslovanja podjetja Didi Chuxing so: Didi Express, priklic voznikov osebnih avtomobilov v več kot 400 kitajskih mestih (Crunchbase Inc., 2017). Didi Taxi storitev prodajanja prevozov za voznike osebnih vozil, Didi Hitch, storitev priklicev prevozov, Test Drive, storitev testnih voženj avtomobilov pred nakupom, Car Rental, storitev najemanja avtomobilov v več kot 100 državah in 1.500 mestih za kitajske potnike, Enterprise Solution, storitev ponujanja prevozov podjetjem za svoje zaposlene, Didi Bus in Didi Minibus, storitev ponujanja avtobusnih prevozov. Ker vse te storitve dnevno ustvarjajo 2.000 terabajtov podatkov o zahtevah preusmerjanja na številnih lokacijskih točkah (Digital Marketing Ramblings, 2017), se v podjetju ukvarjajo tudi z obdelovanjem podatkov v dveh segmentih.

V segmentu Big Data ustvarjajo aplikacijo za delovanje v oblaku, ki bo združevala neosebne podatke iz senzorjev na vozilih s prometnimi podatki o stanju na cestah in s podatki o lokacijah priklicev prevozov in njihovih končnih postaj. Namen tega programa je pospešiti pretok prometa. V segmentu Big Data imajo vodilo razmišljanja, da lahko uredijo promet samo, če uskladijo pravočasno pobiranje in dostavljanje potnikov. Drugi informacijski oddelek se ukvarja z razvojem umetne inteligence, ki vključuje učenje strojev in strojni vid. V tem oddelku je zaposlenih nekaj sto programerjev, ki imajo cilj ustvariti samovozeča vozila, in strojno pomoč pri vožnji. Njegov največji tekmec od leta 2015 je Uber, ki je tudi lastnik največjega števila njegovih delnic v velikosti 20 %, poleg Appla, Alibabe in Tencenta (Ovide, 2016). Podjetje Didi Chuxing je bilo v avgustu 2017 ocenjeno na skrajno visoko vrednost, 50 milijard ameriških dolarjev (v nadaljevanju USD) (Hong, 2017). Postopek ocenjevanja podjetja ni javno objavljen, zato predpostavljam, da so podjetje ocenili na osnovi napovedih rasti podjetja in tržnem deležu (Ronen, 2016).

Didi Chuxing je v petih letih zbral 15 milijard USD. v osmih investicijskih vložkih od enaindvajsetih ponudnikov tveganega kapitala, vključno s 5,5 milijarde investicijskim vložkom v aprilu 2017, ki je največji vložek v katero koli zagonsko podjetje do zdaj. (Crunchbase Inc., 2017). V letu 2016 je imelo zagonsko podjetje predvidevano 20 milijard prihodkov (Ronen, 2016), vendar ta podatek ni javen, saj gre za zaprto družbo.

Didi Chuxing je z uporabo tehnologije, programske opreme in elektronskega poslovanja na kitajskem trgu priklicev prevozov dosegel hitro rast zaradi naslednjih dejavnikov. Najbolj gosto naseljena mesta na svetu, na Kitajskem je 9 od 20 najbolj gosto naseljenih mest na svetu in 30 največjih mest na svetu, aplikacija priklicev prevozov je v takem okolju zelo uspešna zaradi gostote prometa, kratkih časov čakanja na prihod prevozov in razmerjem med številom lastnikov avtomobilov in prebivalci, ki ga nimajo. Na Kitajskem je na 1.000 prebivalcev 130 lastnikov avtomobilov, v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) 800, v Evropi pa 600. Večina kitajskih prebivalcev uporablja javni prevoz, mesta so zasičena s prometom in v mestih primanjkuje parkirnih površin (Lopez, 2016).

Vsi ti dejavniki so vplivali na potencialno rast podjetja, in zanimanje za investiranje, ki je pri zagonskih podjetjih ključen dejavnik hitre rasti in zavzetja vodilnega položaja na trgu.

2 STANDARDNI PRISTOPI K OCENJEVANJU VREDNOSTI PODJETJA

Trije osnovni pristopi klasičnega ocenjevanja podjetij so: pristop na osnovi sredstev, tržni pristop in pristop na osnovi denarnega toka. Vsak pristop se izvaja z uporabo drugačnih metod glede na namen ocenjevanja vrednosti in vrsto sredstva oziroma podjetja glede na panogo in dejavnike, neposredno povezane z ocenjevanim podjetjem. Pri ocenjevanju

priporočajo uporabo različnih metod, ker primerjava razlik ali podobnosti njihovih izidov omogoči nov vidik pri izbiri primerne metode (Ratner, Stein, & Weitnauer, 2009, str. 25).

2.1 Pristop na osnovi denarnega toka

Metoda ocenjevanja vrednosti pri pristopu na osnovi denarnega toka je sedanja diskontirana vrednost denarnih tokov (v nadaljevanju metoda DCF), ki se v prihodnosti od sredstva pričakujejo in vključuje tveganje z uporabo tveganju primerne diskontne stopnje. Pravilna izbira diskontne stopnje ima ključen vpliv na končno oceno. Prihodnji denarni tok se napoveduje na osnovi poslovnega načrta in pričakovani podjetja za prihodnost. Ta metoda zahteva podrobno analizo računovodskih izkazov in temeljito razumevanje stanja podjetja v prihodnosti (Ratner et al., 2009, str. 28). Pristop na osnovi denarnega toka je osnovan na teoriji, da je podjetje vredno toliko kot sedanja vrednost vseh prihodnjih koristi, ki jih ustvarjajo sredstva podjetja. Denarni tokovi se diskontirajo s tehtnimi povprečnimi stroški kapitala podjetja, WACC. Prednosti ocenjevanja pri pristopu denarnega toka in uporabe metode DCF so: prilagodljivost, v prihodnost usmerjeno gledanje, ki upošteva pričakovane spremembe podjetja v strategiji delovanja, stopnjah rasti, zahtevanem delovnem kapitalu in pričakovane kapitalske izdatke. Omogoča ocenjevalcu pri ocenjevanju vključiti številne spremenljivke in predvidevanja. Na oceno manj vplivajo zunanji dejavniki, tržno nihanje ali makro-ekonomski dejavniki. Slabosti metode DCF so: visoka občutljivost na predpostavkah denarnih tokov, diskontni stopnji in stopnji rasti v neskončnost. Izidi metode so lahko osnovani na preveč pristranskih napovedih ocenjevalca glede podjetja ali preveč pesimistični ali preveč optimistični (Pinto, Henry, Robinson, Stowe & Rath, 2010, str. 76).

2.2 Pristop na osnovi sredstev

Pri izbiri pristopa na osnovi sredstev se uporabljata metodi prilagojene knjigovodske vrednosti in metoda nadomestne vrednosti. Pristop na osnovi sredstev je osnovan na teoriji, da vlagatelj ne bi plačal več za sredstvo ali podjetje, kot bi ga stalo, pridobiti nadomestna sredstva primerljive gospodarske uporabnosti oziroma sam zgraditi sredstvo ali podjetje (Wahlen, Baginski, & Bradshaw, 2010, str. 108). Pristop na osnovi sredstev je primeren, če se od podjetja v prihodnosti več ne pričakuje rast oziroma če je tržna vrednost nižja od likvidacijske vrednosti. To pomeni, da bi kupci sredstva podjetja uporabljali na bolj donosen način. Pristop na osnovi sredstev se pogosto uporablja za ocenjevanje sredstev kapitalno intenzivnih podjetij, za namene davčnega in finančnega poročanja, primeren pa je tudi za finančna podjetja zaradi ocenjevanja posojil in obveznic, za manjša podjetja brez ali z majhnimi neopredmetenimi sredstvi in za nova podjetja v zgodnjih fazah razvoja (Hitchner, 2011, str. 309). Pogosto ocenjevanje po pristopu na osnovi sredstev pomeni upoštevanje likvidacijske vrednosti podjetja, ob tem pa se predvideva, da za vsa sredstva ob takojšnji prodaji že čaka kupec, ki jih bo kupil po ocenjeni vrednosti. Če je podjetje sredstva prisiljeno prodati, kupec želi popust, ker ve, da podjetje nima izbire, lahko pa kupcev sploh ni (Hitchner, 2011, str. 313). S pristopom na osnovi sredstev se vrednoti podjetje na osnovi

vseh vrednosti sredstev, ki jih vsebuje, brez vseh dolgov oziroma z dolgovi podjetja. Ocenjevalec mora tudi ugotoviti vrednosti neopredmetenih sredstev, ki niso izkazane v računovodskih izkazih (Pinto et al., 2010, str. 385). Z metodo prilagojene knjigovodske vrednosti se najprej preuči knjigovodska vrednost vseh opredmetenih in neopredmetenih sredstev in obveznosti podjetja, ki se primerjajo s tržnimi vrednostmi (Hitchner, 2011, str. 315). Pri tem pristopu ocenjevanja se mora ocenjevalec zanašati na druge ocenjevalce, specializirane za ocenjevanje določenih sredstev ali na oceno prodajalca za pomoč pri ocenjevanju. Ko so ugotovljene vse tržne vrednosti sredstev, se odšteje tržna vrednost obveznosti in izid je ocena vrednosti podjetja. Z metodo nadomestnih stroškov se ugotovi vrednost tržnih cen, ki je potrebna za zamenjavo vseh sredstev podjetja. Med ocenjevalci velja pristop na osnovi sredstev ocenjevanja podjetja, ob predpostavki going concern za najbolj nezanesljiv in neverodostojen način ocene (Pinto et al., 2010, str. 385).

2.3 Tržni pristop

Pri načinu tržnih primerjav moramo, ko neposredno ocenjujemo vrednosti lastniškega kapitala, pri tržnih kazalnikih v števcu upoštevati tržno vrednost navadnih delnic, medtem ko vključuje imenovalec le tiste donose, ki so na voljo imetnikom navadnih delnic (npr. čisti dobiček in dobiček pred obdavčitvijo) (Praznik, 2005).

Uporaba multiplikatorjev izhaja iz razmišljanja, da je za ocenjevanje podobnih podjetij potreben standardiziran način. Za primerjanje vrednosti podobnih podjetij se uporabljajo različni multiplikatorji (Damodaran, 2002, str. 362). Multiplikatorji cene prikazujejo razmerje med tržno ceno delnice in različnimi osnovnimi količinami, ki se merijo v podjetjih, kot so zaslužki, število prodaj ali knjigovodska vrednost. Multiplikatorji podjetja pa v nasprotju z multiplikatorji cene prikazujejo razmerja med celotno tržno vrednostjo vseh sredstev v podjetju in različnimi osnovnimi količinami. Multiplikatorji podjetja se uporabljajo za primerjanje uspešnosti med podjetji. Ti dve skupini multiplikatorjev investitorji najpogosteje uporabljajo (Pinto et al., 2010, str. 258). Prednosti multiplikatorjev so, hitro in preprosto ocenjevanje vrednosti podjetja, razlaga in uporaba pa morata biti skrbni in previdni ob upoštevanju pričakovani donosnosti, zaslužkov in tveganj podjetja. Slabosti pa so težavnost v razumevanju, ali naj bi bil multiplikator višji oziroma nižji od multiplikatorjev podobnih podjetij ali multiplikatorja v panogi, če ocenjevalec ne ve, kakšna je pričakovana rast, donos in tveganje podjetja v primerjavi s pričakovanimi rastmi, donosi in tveganji primerjanih podjetij oziroma standardom v panogi (Wahlen et al., 2010, str. 1044).

3 TEŽAVA OCENJEVANJA ZAGONSKEGA PODJETJA

3.1 Razlogi za nezmožnost uporabe metod za standardizirano ocenjevanje

Zagonsko podjetje je novo nastalo hitro rastoče podjetje, zasnovano na inovativnem izdelku, storitvi, zamisli, inovativnem poslovnem modelu, programski aplikaciji, novem načinu poslovanja, ali je kako drugače odkrilo tržno nišo, ki mu omogoča hitro rast. Na začetku se običajno v pogodbi dogovorijo o pravicah, obveznostih in lastnini med ustanovitelji in vlagatelji glede sredstev podjetja in intelektualne lastnine, ki bo nastajala v zagonskem podjetju. Ocenjevanje vrednosti ustaljenega podjetja izhaja iz njegove poslovne zgodovine, zagonska podjetja pa so brez poslovne zgodovine, zato se jih ne da oceniti na standardni način. Ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij izhaja iz predvidevanja njihove uspešnosti v prihodnosti, ki lahko temelji na poslovni zamisli, inovativnem izdelku, novem poslovnem modelu, ugledu ustanoviteljev, viziji ustanoviteljev, priložnosti rasti, hitrem razvoju in drugem. Podjetje se običajno preneha imenovati zagonsko podjetje, ko prvič javno ponudi delnice ali preneha obstajati zaradi združitve ali prevzema (Polovets, 2014). Zagonska podjetja poslujejo na področjih, kjer je prisotno visoko tveganje, zato je težavno privabiti vlagatelje, ki bi podprli njihovo poslovno zamisel. Uspeh zagonskega podjetja ni odvisen samo od privabitve vlagateljev, ampak tudi od okolja ustanovitve, povezav z institucijami in organizacijami, državnih podpornih programov in drugih dejavnikov, ki skupaj predstavljajo zagonski ekosistem.

Namen, razlogi in načini ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij so drugačni od namenov razlogov in načinov ocenjevanja tradicionalnih podjetij. V primerjavi s tradicionalnimi podjetji je v tehnoloških zagonskih podjetjih, kot je Didi Chuxing veliko razhajanje med tržno oziroma ocenjeno vrednostjo in stroškovno vrednostjo. Večina zagonskih podjetij ni tradicionalnih podjetij, ki proizvajajo materialne dobrine ali opravljajo storitve, v katerih spreminjajo materialne izdelke oziroma ljudi, ampak poslujejo v tehnološki panogi z uporabo novih tehnologij. Čeprav, da tehnološka zagonska podjetja nimajo dodatnih stroškov s podvajanjem svojih elektronskih storitev in ustvarjene programske opreme, so stroški njihovega delovanja mnogo višji v primerjavi s tradicionalnimi zagonskimi podjetji, ki proizvajajo materialne izdelke in opravljajo materialne storitve. Razlogi za visoko vrednost tehnoloških zagonskih podjetij izhajajo iz uporabe visoke tehnološke infrastrukture, njihove intelektualne lastnine in prisotnosti na globalnem trgu, ne pa iz opredmetenih osnovnih sredstev. Na vrednost zagonskega podjetja vpliva tudi okolica, kjer ima zagonsko podjetje svoj sedež. Zagonska podjetja, ki imajo sedež v znanih tehnoloških parkih, imajo lahko visoko ocenjeno vrednost višjo že zaradi okolice, okrog svojega sedeža (Vital, 2013).

3.2 Različni pristopi upravljanja sredstev v zagonskih podjetjih

Ustanovitelji zagonskih podjetij imajo različne načine razmišljanja o tem, kako upravljati sredstva podjetja za povečanje konkurenčne prednosti in se odločajo med nizkoinvesticijskim oziroma visokoinvesticijskim pristopom.

Nekatera zagonska podjetja izberejo vitek pristop, ki je bil predstavljen leta 2008 in je nastal po metodologiji vitke proizvodnje. Vitek pristop je postal razširjen leta 2008 po nasvetu največje investicijske združbe Squoia, naj zagonska prenehajo zapravljati denar in ohranjajo kapital (Relander, 2016). To je za zagonska podjetja pomenilo tudi načrtovanje pridobivanja manjših investicij od investicijskih družb. Vitek pristop v zagonskem podjetju pomeni uporabo samo bistvenih sredstev za dokončanje izdelka, hiter način izdelave in stalno povezanost s strankami zaradi razumevanja njihovih potreb. Vitek pristop delovanja poteka obratno od tradicionalnega načina, ki ustvarja različne izdelke in jih predstavi na trg, tako, da se najprej ugotovi potreba po izdelku in se potem razvija samo izdelek po katerem kupci že imajo potrebo. Na ta način se prihranijo čas in stroški razvoja izdelkov, ki bi lahko bili neuspešni. Zagovorniki pristopa vitkih zagonskih podjetij pravijo, da vitek pristop ne pomeni biti proti zniževanju stroškov, ampak osredotočenje na dokončanje izbranega izdelka (Ries, 2017).

Po drugi strani zagovorniki visokoinvesticijskega pristopa med ponudniki tveganega kapitala in ustanovitelji zagonskih podjetij zagovarjajo pristop poslovanja z več sredstvi, ker se zaradi obratovanja z malo sredstvi zvišuje tveganje neuspeha podjetja. Zagovorniki takega pristopa pravijo, da je finančna neomejenost najpomembnejši pogoj za podjetje pri ustvarjanju konkurenčne prednosti. Finančno neomejeno zagonsko podjetje lahko vlaga denar v različne raziskave in novo tehnologijo s ciljem, doseči trajno konkurenčno prednost oziroma dohajanje in prehitevanje konkurence. Zagovorniki takega pristopa zagovarjajo neomejenost finančnih virov zagonskega podjetja, ki omogoča zagonskemu podjetju sposobnost rasti, če pa zagonsko podjetje ne uspe zrasti, na dolgi rok obstane kot majhno podjetje. Vitkemu pristopu nasprotujejo, ker na trg ponuja še nedokončane izdelke, ki bodo dokončani po željah strank, ko jih preizkusijo, strank pa naj ne bi zanimali še nedokončani izdelki (Horowitz, 2010).

Ustanovitelji vodijo podjetja v skladu s tem, kaj dolgoročno načrtujejo za svoje zagonsko podjetje. Prav tako, kot imajo nekatera ustaljena podjetja prevzemanje zagonskih podjetij kot strategijo rasti, imajo nekatera zagonska podjetja dolgoročno strategijo postati prevzeto podjetje (Mullins, 2015). Iz vidika, kako zagonsko podjetje načrtuje svojo strategijo rasti, se lahko spoznajo njegovi nameni prikazovanja lastne vrednosti podjetja. Zagonsko podjetje, ki načrtuje čimprej postati prevzeto podjetje, sebe ne bo ocenjevalo po čim višji vrednosti, ker je ocenjena vrednost podjetja dejavnik primerjanja, ki vpliva na odločitev prevzema pri izbiri med podobnimi podjetji, ki prav tako poskušajo postati prevzeta (Vital, 2013).

Po drugi strani pa ne pomeni, da podjetje, ki obratuje v skladu z vitkim pristopom, načrtuje postati prevzeto, ampak je to način konkuriranja pri pridobivanju investicij od ponudnikov tveganega kapitala med več tisočimi drugimi zagonskimi podjetji. Zagonsko podjetje, ki ima načrt dolgoročne rasti in ne želi postati prevzeto podjetje, bo sebe vrednotilo po čim višji vrednosti, ker je to znak hitre rasti, omogoča večjo pogajalsko moč in zanima investitorje (Vital, 2013).

3.3 Novi nameni ocenjevanja zagonskih podjetij

Zagonsko podjetje mora ocenjevati vrednost podjetja na vsaki stopnji razvoja, da se lahko pogaja z vlagatelji glede investicij, verodostojnost ocene vrednosti pa je odvisna tudi od tega, kdo je ocenjeval, ker velja, da so ocene podjetnikov premalo točne in nezanesljive za analizo. V zagonska podjetja lahko investirajo vlagatelji tveganega kapitala in neuradni vlagatelji. Tvegani kapital je nepogrešljiv vir investiranja zagonskih podjetij, ki ga zagotovijo vlagatelji, investicijske banke in finančne ustanove v zameno za delež podjetja, prihodnje denarne tokove in možnost vplivanja na odločitve podjetja, ker pričakujejo hitro rast podjetja v bližnji prihodnosti (Festel, Wuermseher, & Cattaneo, 2013).

Podjetja, ki ponujajo tvegan kapital, zagonsko podjetje najprej dobro preučijo in ugotavljajo, kakšne možnosti ima za uspeh. Če investiranje odobrijo, od podjetja zahtevajo redno poročanje in ga skrbno nadzorujejo, ker neuspeh podjetja zanje predstavlja tveganje. Ponudniki tveganega kapitala postanejo solastniki zagonskega podjetja in vanj investirajo v vseh stopnjah razvoja. Dokler je zagonsko podjetje v razvojnih, stopnjah ponudniki tveganega kapitala ne prejemajo dobička od prihodkov, ker se vse, kar podjetje zasluži, vложи v prihodnji razvoj (Sinha, 2017). Ko pa podjetje prvič ponudi svoje delnice na trg, ponudniki tveganega kapitala svoj delež prodajo in takrat se jim investicija povrne. To potezo imenujejo izhod iz podjetja (Wahlen et al., 2010, str. 106).

Ponudniki tveganega kapitala se običajno specializirajo za investiranje zagonskih podjetij v določeni panogi ali za določeno vrsto zagonskih podjetij, kjer je možna hitra rast. Neuradni vlagatelji imenovani tudi poslovni angeli, so posamezniki, ki ponudijo začetni kapital v zameno za prenosljiv dolg ali lastniški delež. Uradni in neuradni vlagatelji pri vlaganju v zagonsko podjetje sprejemajo tveganje zaradi pričakovanja nadpovprečnih denarnih tokov (Payne, 2013).

Poslovni angeli so združeni v organizacije za investiranje zagonskih podjetij, ki so specializirane za investiranje zagonskih podjetij v različnih mestih, regijah ali določenih panogah. Poslovni angeli za razliko od ponudnikov tveganega kapitala pri investiranju upoštevajo, da vsa zagonska podjetja, v katera bodo investirala ne bodo uspešna pri tem pa tudi upoštevajo, da bodo nekatera nadpovprečno uspešna, in odkrivanje takih hitrorastočih podjetij je namen poslovnih angelov. V ta namen preučijo vsa zagonska podjetja in sestavijo seznam podjetij za katera ocenijo uspešno prihodnost. Seznam teh podjetij predstavijo javnosti za lažjo odločitev kako razpršiti investicijski kapital (Payne, 2011a).

Neuradni vlagatelji običajno zagonskim podjetjem ponujajo kapital v zameno za dolg v obdobju od pet do sedem let, uradni vlagatelji pa v zameno za lastniški kapital. Ocenjena vrednost zagonskega podjetja je zato za ponudnike tveganega kapitala ključnega pomena, ker določa ceno delnice. Zagonsko podjetje lahko zbira kapital tudi z množičnim investiranjem na spletnih straneh, ki se ukvarjajo s kapitalskim množičnim investiranjem. Kapitalsko množično investiranje je spletno ponujanje zasebnega kapitala, ki je lahko zbran v skladih ali ga ponujajo posamezniki v zameno za delež lastniškega kapitala oziroma za dolg ali protivrednost po drugačnem poslovnem modelu. Prva platforma za množično investiranje je nastala leta 2009 v ZDA od takrat pa se je dejavnost razširila v druge države. Kapitalski množično investiranje je del kapitalskih trgov, lahko je sporen zaradi regulacije in varnostnih zakonov, v ZDA ga ureja odlok JOBS (United States Securities and Exchange Commission – U.S.S.E.C., 2012). Regulacija kapitalskega množičnega investiranja je potrebna zaradi zaščite investorjev. Kapitalska podjetja za množično investiranje analizirajo množico zagonskih podjetij in izmed njih izberejo najbolj obetavne, ki jih oglašujejo na svojih straneh z namenom olajševanja izbire v primerne zagonskega podjetja za investiranje posameznim vlagateljem, oziroma se podjetja sama predstavljajo na njihovih straneh. V ZDA zakon dovoljuje množično investiranje v manjših vsotah tudi podjetjem (Freedman, & Nutting, 2015).

Za privabljanje tveganega kapitala zagonsko podjetje potrebuje dobro razvit poslovni načrt, dobro organizacijo, in mora biti dobro pripravljeno na hitro rast podjetja. Prva stvar pri privabljanju tveganega kapitala je predložitev dobro razvitega poslovnega načrta investorjem. Če se investor začne zanimati za zagonsko podjetje, opravi skrbni pregled. Po skrbnem pregledu investor sklene zavezo investicije v zameno za lastniški delež kapitala podjetja. Kapital se običajno investira v obdobjih med katerimi investor spremlja, če podjetje izpolnjuje zastavljene cilje, oziroma se aktivno vključuje v delovanje podjetja. Investor običajno zapusti podjetje v obdobju od 5 do 7 let (Velayanikal, 2014). Lastnosti, ki najbolj privabljajo investitorje, so močna ekipa ustanoviteljev, uravnoteženo razmerje med tveganjem in donosom, in dobra pripravljenost na rast (Zwilling, 2013). Razmerje med tveganjem in donosom investitorji uporabljajo pri primerjavi pričakovanih denarnih tokov in stopnjo tveganja, povezano s pričakovanimi denarnimi tokovi, med različnimi zagonskimi podjetji. Razmerje med tveganjem in donosom se izračuna tako, da se čisti donos deli s ceno maksimalnega tveganja (Parker, 2016). Dobra pripravljenost na rast pomeni, da je zagonsko podjetje pripravljeno na širitev in delovati na več trgih in zadovoljevati več strank.

Investitorji presojujejo zagonska podjetja po različnih lastnostih, med katerimi so nizki stroški začetnega kapitala, visoko tveganje in visok kazalnik donosa na investicijo (ang. return on investment, v nadaljevanju ROI). Stroški začetnega kapitala za investitorja so odvisni od načina investiranja, ali gre za posojilo, obročno investiranje ali drugo. Visoko tveganje pomeni, da se od zagonskega podjetja pričakuje visoke denarne tokove (Sinha, 2017). Tveganje je pomemben dejavnik pri vlaganju v zagonska podjetja, ker glede na statistične podatke 55% storitvenih zagonskih podjetij po štirih letih ne obratuje več (Pryor, 2016). ROI

je kazalnik koristi za investitorja, ki jih ima na vloženo denarno enoto kapitala. ROI ocenjuje učinkovitost investicije in se uporablja za primerjavo med različnimi zagonskimi podjetji.

3.4 Novi načini ocenjevanja zagonskih podjetij

Med ocenjevanjem tradicionalnih podjetij in tehnoloških zagonskih podjetij so razlike v merilih ocenjevanja vrednosti v naslednjih nasprotjih, tradicionalna podjetja se ocenjuje objektivno, po preteklih podatkih, s primerjanjem standardov v panogi, z dolgotrajnim postopkom in dejstvi. Pomembni podatki za ocenjevanje tradicionalnih podjetij so denarni tok, osnovna sredstva, dobiček, rast podjetja, zaposleni in sklenjene pogodbe. Pri ocenjevanju tehnoloških zagonskih podjetij ocenjevalci lahko upoštevajo dejavnike, ki niso značilni za vrednotenje tradicionalnih podjetij. Ti dejavniki so osnovi število uporabnikov, pričakovana rast uporabnikov, ugled ustanoviteljev, vrednost blagovne znamke, odnosi z javnostmi, intelektualna lastnina, navdušenje trga, konkurenca in sledilci na družbenih omrežjih. Način ocenjevanja je v primerjavi s tradicionalnim hiter, pristranski in spremenljiv. Razlogi za razlike v ocenjevanju so hitre tehnološke spremembe in težavnost pri napovedovanju prihodnosti (Goodwin, 2015). Ker za ocenjevanje vrednosti zagonskih podjetij ne obstajajo standardni postopki, ocenjevalci pravijo, da je ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja mešanica znanosti in umetnosti (Advani, 2017).

4 METODE OCENJEVANJA ZAGONSKIH PODJETIJ

4.1 Ocenjevanje podjetij v predprihodkovnem obdobju

Vlagatelje zanima vrednost zagonskega podjetja na vsaki razvojni stopnji. Na začetni stopnji zagonskega podjetja vlagatelji ocenjujejo vrednost na podlagi vlaganja tveganega kapitala v podobna podjetja v isti panogi, regiji in v bližnji preteklosti. Pri ocenjevanju vrednosti zagonskih podjetij je težava v tem, da imajo zagonska podjetja negativne dobičke, zato morajo ocenjevalci napovedati pozitivne dobičke za prihodnost. Naslednja težava za ocenjevalce je v tem, da zagonska podjetja nimajo preteklih finančnih podatkov, ki bi služili za napovedovanje prihodnosti. Pri tej težavi lahko uporabljajo pretekle finančne podatke podobnih podjetij. In tretja težava je ocenjevanje zagonskih podjetij, ki nimajo primerljivih podjetij. V zagonsko podjetje se običajno investira na vsaki stopnji razvoja, ki jo zagonsko podjetje doseže in ne vse naenkrat na začetku. Za investitorje in ustanovitelje je zato bistven dogovor o tem ali se bo v podjetje investiralo po ocenjeni predinvesticijski ali poinvesticijski vrednosti, ki se nanašata na vsako stopnjo razvoja zagonskega podjetja. Predinvesticijska vrednost podjetja pomeni, ocenjena vrednost podjetja pred prejetimi investicijami, poinvesticijska vrednost podjetja pomeni ocenjena vrednost po prejetju investicij (Alford, 2017; Gordon 2017).

4.2 Metoda ocenjevanja tveganega kapitala

Z metodo tveganega kapitala se oceni vrednost podjetja, kakršna bo ob izhodu investitorjev, pri tem pa se uporabijo predvidevani podatki o zagonskem podjetju in investitorjih. Metoda tveganega kapitala se uporablja za ocenjevanje zagonskih podjetij v prvih treh razvojnih stopnjah, ko še ne ustvarjajo prihodka in nimajo preteklih finančnih podatkov. Metoda ocenjevanja tveganega kapitala izhaja iz donosa na investicijo ROI. Izračun je po enačbi (1):

$$ROI = \frac{TV}{PMV} \quad (1)$$

ROI = Donos na investicijo

TV = Prihodnja vrednost podjetja (Terminal value)

PMV = Poinvesticijska vrednost (Post money valuation)

Ker je poinvesticijska vrednost podjetja iskana spremenljivka se enačba obrne. Izračun je po enačbi (2):

$$PMV = \frac{TV}{ROI} \quad (2)$$

Vlagatelji v zagonska podjetja želijo vedeti ali ocenjena vrednost podjetja izraža predinvesticijsko vrednost ali poinvesticijsko vrednost, ker se glede na to odločijo koliko lastniškega kapitala bodo zahtevali za svojo naložbo v podjetje. V zagonsko podjetje se običajno investira na vsaki stopnji razvoja, ko jo podjetje doseže in ne vse naenkrat na začetku. Predinvesticijska in poinvesticijska vrednost se nanašata na vsako stopnjo razvoja zagonskega podjetja. Predinvesticijska vrednost podjetja pomeni, ocenjena vrednost podjetja pred prejeto investicijo, poinvesticijska vrednost podjetja pomeni ocenjena vrednost po prejeti investiciji (Hall, 2017).

S prihodnjo vrednostjo podjetja se predvideva vrednost podjetja v bližnji prihodnosti, običajno v petih do osmih letih po investiciji, in predstavlja vsoto vseh prihodnjih denarnih tokov. Prihodnja vrednost podjetja se ugotovi s predvidevanjem prihodkov podjetja v letu prodaje oziroma prve javne ponudbe. Predvidevani prihodek podjetja se ugotovi s primerjanjem razvoja podobnih podjetij v panogi. Iz predvidevanih prihodkov pa se predvideva dobiček podjetja. Predvidevani dobiček podjetja se izračuna, kot povprečen odstotek dobička od prihodkov podobnih podjetij v panogi. Predvidevani dobiček se nato množi z multiplikatorjem P/E (Cena delnice/Dobiček na delnico) v panogi ali s P/E multiplikatorji podobnih podjetij. Izračun je po enačbi (3):

$$TV = \frac{P}{E} \times NP \quad (3)$$

TV = Prihodnja vrednost podjetja, ki jo predstavljajo vsi prihodnji denarni tokovi

P/E = Cena delnice/Donos na delnico

NP = Napovedan dobiček podjetja v izhodnem letu

Izračun poinvesticijske vrednosti

ROI je med različnimi podjetji spremenljiv, naj pa bi bil med 10 do 30-kraten (Payne, 2011a). Tak ROI združenja investorjev pričakujejo na osnovi podatkov, da ima vsako deseto podjetje, v katero investirajo 20-kraten donos, polovica zagonskih podjetij bo neuspešnih, ostala štiri pa bodo imela povprečen donos. Eno od desetih podjetij, v katera investirajo, mora zato ustvariti donos, ki povrne vse investicije v ostalih devet podjetij. Ker investitorji ne vedo vnaprej, katero podjetje bo to se za najnižji ROI pričakuje 10-kraten donos, zgornja meja pa je 30-kratni donos. Ko se izračuna poinvesticijska vrednost po zgornji enačbi, se od nje odšteje vrednost investicije, ki jo ustanovitelji podjetja potrebujejo za doseg pozitivnega denarnega toka. Vrednost potrebne investicije povedo ustanovitelji podjetja. Izid enačbe je predinvesticijska vrednost podjetja (Payne, 2011a).

Izračun je po enačbi (4):

$$PRMV = PMV - IN \quad (4)$$

PRMV = Predinvesticijska vrednost podjetja

PMV = Poinvesticijska vrednost podjetja

IN = Zahtevane investicije

Odločitev o tem, po kateri investicijski vrednosti naj določijo lastniški odstotek investitorjem, je bistvena v primeru, ko ima zagonsko podjetje dobičkonosno zamisel in majhen delež sredstev v primejavi s kapitalom (Damodaran, 2002, str. 36). Slabost metode ocenjevanja tveganega kapitala je, da P/E multiplikatorji podobnih podjetij niso zanesljivi. Napovedane zasluge pa doseže samo vsako izmed tisoč podjetij (Payne, 2011b).

4.3 Berkusova metoda ocenjevanja

Berkusova metoda ocenjevanja vrednosti je namenjena ocenjevanju zagonskih podjetij v zgodnjih razvojnih stopnjah, ki še nimajo prihodkov. Razlog za nastanek metode je v osebnih izkušnjah investitorja, ki pravi, da daljše, kot je obdobje, za katero se napovedujejo denarni tokove, bolj verjetno je, da so napovedi napačne. Berkusova metoda ocenjevanja vrednosti zagonskega podjetja je osnovana na predpostavkah, in se uporablja samo za ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja, za katerega se lahko pričakuje, da bo po petih letih delovanja sposobno ustvarjati vsaj 20 milijonov prihodkov USD (Berkus, 2009). Ocenjena vrednost zagonskega podjetja pa bo največ do dva milijona USD, če se ocenjuje podjetje v predprihodkovnem obdobju in dva in pol milijona dolarjev v prihodkovnem obdobju. Ko zagonsko podjetje začne ustvarjati prihodke, po določenem obdobju ta metoda ocenjevanja ni več primerna, ker se za ocenjevanje vrednosti lahko uporabijo dejanski prihodki. Metoda ocenjevanja upošteva pet dejavnikov, ki vplivajo na tveganje zagonskega podjetja. Vsak od teh dejavnikov je lahko ocenjen največ do vrednosti 500.000 USD. Pet dejavnikov tveganj

uspeha so: prototip zamisli, ki predstavlja tehnološko tveganje, pripravljen načrt za proizvodnjo in prodajo izdelkov, ki predstavlja tveganje proizvodnje, načrt za nadzor kakovosti, ki predstavlja izvedbeno tveganje, že pripravljeno strateško sodelovanje, ki predstavlja tržno tveganje in obstoj inovativne zamisli oziroma izdelka, ki predstavlja poslovno tveganje (Gordon, 2017). Vsak od naštetih dejavnikov, če je prisoten v podjetju, zmanjšuje tveganje neuspeha, skupaj pa so lahko največ vredni do dva milijona USD oziroma do 2,5 milijona USD, če podjetje že ustvarja prihodke (Payne, 2011c). Investitor je metodo ustvaril sredi leta 1990, javnosti pa je bila predstavljena leta 1996. V zadnjih dvajsetih letih je bila metoda intenzivno uporabljena v združenjih investorjev, še posebno za ocenjevanje tehnoloških podjetij (Kowlessar, 2017). V ZDA, kjer je Berkus ustvaril metodo za ocenjevanje podjetij v začetni stopnji razvoja, se je poslovanje zagonskih podjetij spremenilo v tem, da zdaj že v začetni stopnji razvoja ustvarjajo prihodke, zato se z berkusovo metodo podjetja ocenjuje pre nizko. Razlogi za nastanek teh sprememb v zagonskih podjetjih so: podaljševanje razvojnih obdobj zagonskih podjetij zaradi višjih investicijskih obrov, nastanek novih načinov poslovanja v tehnoloških podjetjih, in nastanek elektronskega plačevanja. S tem se Berkus strinja (Gordon, 2017).

Izračun multiplikatorja donosa predprihodkovnega podjetja po Berkusovi metodi.

Izračun je po enačbi (5):

$$\frac{VPP}{OVP} = D \quad (5)$$

VPP = Vrednost podjetja v petem letu, oziroma ko začne ustvarjati vsaj 20 milijonov USD prihodkov

OVP = Ocenjena vrednost podjetja po Berkusovi metodi

D = Multiplikator donosa na investicijo (Gordon, 2017)

Berkusova metoda ocenjevanja ima cilj določiti približno vrednost, slabosti pa so, da ne upošteva trga in konkurence (Berkus, 2012).

4.4 Metoda primerjalne tabele

Metodo primerjalne tabele za ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja uporabljajo združenja investorjev, imenovana tudi mreže angelov, za določanje predinvesticijske vrednosti zagonskega podjetja, ko še nima prihodkov, pri pogajanjih in za določanje velikosti ustanovitvenega oziroma začetnega kapitala. Z metodo primerjalne tabele ocenijo vrednost podjetja na osnovi statističnih podatkov, ki se množijo s približnimi ocenami lastnosti podjetja. Investitorji so združeni v večjih mrežah po različnih regijah ali mestih. Mreže investorjev se zaradi zmanjšanja tveganja osredotočijo na investiranje v določenem mestu, regiji ali v določeno panogo. Ko po letih investiranja v določeno okolje pridobijo izkušnje, se tveganje pri razprševanju kapitala še dodatno zmanjša. Mreža investorjev v ZDA običajno vloži v zagonsko podjetje na vsaki stopnji razvoja od 25.000 USD do 100.000

USD in skupno v vseh stopnjah razvoja od 250.000 USD do 1 milijona USD (Payne, 2011a). V ZDA je povprečna ocenjena vrednost zagonskega podjetja pred ustvarjanjem prihodkov med 1 in 2 milijonoma USD (Payne, 2011a). V razvojni stopnji, ko podjetje še ne ustvarja prihodkov, je cilj združenja investorjev kupiti od 20 % do 40 % delež lastniškega kapitala in dobiti 20 % do 30 % ROI v obdobju od petih do osmih let. Polovica podjetij v tem obdobju preneha z delovanjem, druga polovica pa ustvarja različne denarne tokove. V povprečju jih 10 % ustvarja načrtovan donos v višini 25 % ali več. Mreža investorjev želi izmed desetih podjetij, v katera so vložila kapital, eno ali dve zagonski podjetji, ki bosta dosegli 20 % do 30 % ROI, da bi bilo investiranje zadovoljivo (Payne, 2011a).

Z metodo primerjalne tabele združenje investorjev primerja ocenjevano podjetje z drugimi zagonskimi podjetji, v katera so investirala združenja investorjev. Pri tej metodi podobnost med podjetji ni potrebna, ampak samo stopnja razvoja zagonskega podjetja, ki je pri tej metodi predprihodkovna ali začetna stopnja razvoja. Prvi podatek za metodo primerjalne tabele je povprečna predinvesticijska vrednost izbranih predprihodkovnih zagonskih podjetij, v katera so investirala vsa združenja investorjev. Vsako združenje investorjev ima različno povprečno predinvesticijsko vrednost za investiranje zagonska podjetja, zaradi razlik med regijami, mesti, panogami, stopnjo tekmovalnosti, stanjem v gospodarstvu in drugimi dejavniki. Povprečna predinvesticijska vrednost podjetja v katero so investirala združenja investorjev v predprihodkovnem obdobju, je med 1 USD in 2 milijonoma USD (Payne, 2011a). Naslednji potreben podatek za ocenjevanje predinvesticijske vrednosti po primerjalni metodi je ugotovitev uteži pri ocenjevanju dejavnikov podjetja s primerjavo podobnih poslov v regiji ali panogi. Uteži ocenjevanja in njihovi deleži so: sposobnost vodstva (0–30 %), stopnja priložnosti za uspeh na trgu (0–25 %), kakovost izdelka oziroma storitve (0–15 %), stopnja konkurence (0–10 %), sposobnost trženja in partnerstev (0–10 %), potreba po dodatnem investiranju (0–5 %) in drugi dejavniki (0–5 %) (Payne, 2011a). Za vsako od teh lastnosti ocenjevalci ugotovijo, v kakšnem odstotku jo dosega ali presega v primerjavi s standardom v panogi, nato množijo ocenjene odstotke lastnosti z utežmi, izide seštejejo in izid je primerjalni multiplikator. S primerjalnim multiplikatorjem se potem množi povprečna vrednost predprihodkovnega podjetja in izid je ocenjena predinvesticijska vrednost zagonskega podjetja. Slabost te metode je, da investicijsko združenje lahko vpliva na izračun s pristranskim ocenjevanjem lastnosti podjetja, ki se množijo z utežmi. Prednost pa je, da podjetniki za pogajalske namene po tej metodi pripravijo svoj izračun predinvesticijske vrednosti predprihodkovnega podjetja (Payne, 2011a).

4.5 Metoda vsote dejavnikov tveganj

Metoda vsote dejavnikov tveganj je podobna metodi primerjalne tabele, v tem, da se ocenjevanje vrednosti zagonskega podjetja začne s povprečno predinvesticijsko vrednostjo predprihodkovnega podjetja v panogi v katero so investirala združenja investorjev. Povprečna vrednost podjetja v tehnološki panogi, v katero so investirala združenja investorjev v ZDA znaša povprečno 1,5 milijona USD (Payne, 2011d). V naslednjem koraku se oceni dvanajst dejavnikov tveganj, ki vplivajo na uspeh podjetja. Tveganje se

oceni z vrednostmi na merski lestvici, od -2 do +2. Če tveganje predstavlja neuspeh za podjetje, se oceni negativno, in če tveganje v podjetju ni prisotno, se oceni pozitivno.

Tveganje, ki ni prisotno v podjetju, se oceni s pozitivno 2. To za vrednotenje pomeni, da se doda predinvesticijski vrednosti podjetja 500.000 USD. Tveganje, za katero se ocenijo manjše možnosti nastanka in vplivanja na neuspeh podjetja, se oceni z 1 in vrednosti podjetja se doda 250.000 USD. Tveganje, za katero ni možno ugotoviti, ali vpliva na podjetje ali ne, se oceni z 0 in pomeni, da pri vrednotenju ni sprememb. Tveganje, ki je v podjetju prisotno in predstavlja manjšo možnost za neuspeh podjetja, se oceni z -1 in od vrednosti podjetja se odšteje 250.000 USD. In tveganje, ki je v podjetju prisotno in predstavlja za podjetje večje možnosti neuspeha, se oceni z -2 in od vrednosti podjetja se odšteje 500.000 USD. Ti dejavniki tveganja so: tveganje glede vodstva podjetja, tveganje stopnje razvitosti podjetja, zakonodajno in politično tveganje, tveganje v proizvodnji, tveganje v prodaji in oglaševanju, tveganje pri zbiranju investicijskega kapitala, tveganje glede konkurence, tehnološko tveganje, pravno tveganje, mednarodno tveganje, tveganje ugleda in tveganje razvrednotenja podjetja ob izhodu investitorjev. Ocenjevanje teh tveganj je zapleteno, ker jih je težko meriti, medsebojno vplivajo eden na drugega in ocenjevanje je lahko pristransko. Obe metodi, metoda vsote dejavnikov tveganj in metoda primerjalne tabele, naj bi vrednost ocenili podobno (Payne, 2011d).

5 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA DIDI CHUXING

5.1 Pomembnost investiranja za hitro rast podjetja Didi Chuxing

Zagonsko podjetje Didi Chuxing je bilo ustanovljeno z namenom konkuriranja prihodu ameriškega podjetja Uber na kitajski trg priklicev prevozov. Dobre možnosti za uspeh je imelo že od začetka zaradi združitve prejšnjih konkurentov in internetnih velikanov Alibabe in Tencent Holdings, ki sta že prej ponujala priklice prevozov z uporabo mobilnih aplikacij. Ugled teh dveh podjetij je omogočil vidik zagonskega podjetja Didi Chuxing, kot zanesljivo dolgoročno investicijo brez tveganja neuspeha. Didi Chuxing je v zelo kratkem obdobju doseglo cilj dolgoročne strategije, do leta 2020 prevzeti 50 % delež trga priklicev prevozov na Kitajskem in na kitajskem trgu postati vodilno podjetje (Ronen, 2016). Pridobivanje ogromnih investicij je bilo pomembno zaradi ogromnih stroškov trženja v prvem letu obstoja, ko je podjetje konkuriralo proti Ubru in lokalnim tekmečem. Na začetku obstoja je bilo podjetje vpleteno v agresivno cenovno vojno z Ubrom, zato sta obe zagonski podjetji izgubljali ogromno denarja. Uber je tako v letu 2015 na Kitajskem izgubil čez milijardo USD in skupno 2 milijardi USD. V takih razmerah so za obstoj zagonskega podjetja odločilni investitorji. Poskus podjetja Uber zavzeti kitajski trg priklicev prevozov ni uspel. Uber se je po treh letih, leta 2016, umaknil s kitajskega trga, svoj 8-milijardni delež pa prodal Didi Chuxingu (Lopez, 2016), Didi Chuxinga proti Ubru so spremembe v kitajskem gospodarstvu, ki se iz industrijskih panog spreminja v storitvene panoge, država ščiti

podjetja s sedežem na Kitajskem. V primeru Didi Chuxinga proti Ubru je imel Didi Chuxing to prednost, da je zaračunavanje prevozov pod standardno tržno ceno, kar počne Uber z namenom izpodrivanja konkurence, na Kitajskem prepovedano. Zaradi tega je bil Uber na Kitajskem manj konkurenčen (Lopez, 2016), Didi Chuxing pa uspešen pri pridobivanju investicij med številnimi konkurenti ponujanja priklicev prevozov na Kitajskem. Glavni razlogi, zakaj zagonsko podjetje Didi Chuxing potrebuje ogromne količine investicijskega kapitala so naslednji: visoka poraba za tehnološko infrastrukturo, programsko opremo in trženje, z namenom biti konkurenčno podjetje in ostati vodilno podjetje na kitajskem trgu. Podjetje ima dolgoročno strategijo rasti na globalnem trgu ponujanja prevozov, ki jo že uresničuje, podjetje se sooča s kitajsko regulacijo, ki med drugim onemogoča voznikom ponujanje prevozov v mestih, kjer ne živijo, zato v nekaterih kitajskih mestih primanjkuje voznikov in prioritete podjetja na tehnološkem področju postati vodilni razvijalec umetne inteligence in samovozečih avtomobilov (Neiger, 2016).

5.2 Investitorji zagonskega podjetja Didi Chuxing

Uspeh podjetja je bil odvisen od visokih investicijskih vložkov, ki so omogočili zmago v cenovni vojni proti Ubru in lokalnim konkurentom. Skupno je v zagonsko podjetje investiralo 21 podjetij, organizacij, bank in investicijskih ustanov. Prva dva vodilna investitorja v Didi Chuxing sta bila spletna velikana, Alibaba in Tencent Holdings, sledile so finančne ustanove z zasebnim kapitalom, China Merchants Bank, China Life Insurance, China Investment Corp, Tiger Global management, CITIC Capital, Soft Bank in drugi. Didi Chuxing je postal globalno znan, ko je junija 2016 Apple vanj investiral 1 milijardo USD v celotnem investicijskem obroku v vrednosti 4,5 milijard USD (Crunchbase Inc., 2017). Pridobivanje potrebnih visokih investicijskih vložkov in zviševanje ocenjene vrednosti podjetja kot strategija zaščite pred prevzemom po prvi javni ponudbi in po drugi strani višja vrednost podjetja naredi podjetje še bolj zanimivo za prihodnje investitorje, ki zadnji dve leti za podjetje napovedujejo prvo javno ponudbo (Wilson, 2016).

5.3 Analiza soodvisnosti med visoko vrednostjo in prejetjem investicij

Ko se zagonsko podjetje razvije na določeno stopnjo, in je vidna uspešnost njegove zamisli ali izdelka, postane zanimivo za prevzem ali združitev z večjimi ustaljenimi podjetji. Uspešna večja podjetja imajo različne razloge, zakaj prevzeti zagonsko podjetje, razvoj nove tehnologije ali izdelka, ki si ga prevzemno podjetje želi, prevzem zagonskega podjetja zaradi tveganja, da ga prej ne prevzame konkurenca, prevzem zaradi zaposlitve strokovnjakov v zagonskem podjetju, ki je pogost razlog v tehnoloških podjetjih. Tak prevzem se imenuje v angleškem žargonu »acquire«. Acquire je zloženka besed prevzeti in najeti, ki označuje prevzem podjetja z namenom pridobitve talentiranih zaposlenih. Nekatera podjetja so zelo uspešno zrasla s strategijo prevzemanja zagonskih podjetij (Freedman, 2013).

Doba v kateri podjetje obstaja, kot zagonsko podjetje se podaljšuje, od leta 2006, ko je bilo povprečno razvojno obdobje zagonskega podjetja dolgo okoli štiri leta in pol, kar se je do leta 2017 povečalo na povprečno šest let (Burke, 2016). Didi Chuxing že ima veliko investorjev zato s prvo javno ponudbo ne hiti. V preteklosti je bil med tehnološkimi podjetji trend hitenja s prvo javno ponudbo, ker je to za zagonsko podjetje velik potencial rasti. Zagonska podjetja, ki prikažejo potencialno možnost razvoja svoje zamisli, še nikoli v zgodovini niso imela manj ovir za pridobivanje investicijskega kapitala. Glavna razloga za to sta več ponudnikov investicijskega kapitala zaradi globalizacije in nastanka novih načinov investiranja v zagonskih podjetjih iz skladov za množično investiranje (Walden, 2014)

Visoka ocenjena vrednost zagonskega podjetja Didi Chuxing je za globalne investitorje v podjetja zanimiva, ker pričakujejo prvo javno ponudbo. Kljub visoki ceni delnice pri prvi javni ponudbi to investorjev ne odvrne od nakupa, ampak nasprotno še bolj motivira. Razlog za nakup visoko vrednotenih delnic je pričakovanje spektakularnih donosov, ki so značilni za visoko vrednotena podjetja. Investorji visoko vrednoteno podjetje, katerega vrednost temelji na pričakovani hitri rasti, imenujejo samorog. Samorog je zagonsko podjetje, ocenjeno na več kot milijardo USD, deseterorog pa na več kot deset milijard USD (Lee, 2013). Polovica vseh samorogov ima sedež v Kaliforniji. Povprečno imajo ameriški samorogi 7-kraten donos na investicijo, evropski pa 4,5-kraten donos, deseterorogi pa imajo 10-kraten donos na investicijo (Koetsier, 2016). Izraz je nastal leta 2013 in predstavlja statistično redkost tako visoko ocenjenih zagonskih podjetij. Od takrat do leta 2017 je nastalo 242 zagonskih podjetij z ocenjeno vrednostjo čez milijardo USD (Techcrunch, 2017). Ustanovljena so bila tudi zagonska podjetja, ki so ocenjena na več kot 10-milijardno vrednost in jih vlagatelji imenujejo deseterorogi. Primeri takih zagonskih podjetij so Uber, Airbnb, Dropbox, Pinterest in Didi Chuxing (Bort, 2015). Zagonska podjetja, ki so ocenjena na več kot 100-milijardno USD vrednost, vlagatelji imenujejo stoterorogi, primeri takih zagonskih podjetij so Intel, Microsoft, Oracle, Apple, Google in Facebook (Lee, 2013).

Razlogi za tako visoko vrednotenje zagonskih podjetij so nastali zaradi nastanka mnogih pogojev, ki to omogočajo, nastanek novih informacijskih tehnologij, nastanek elektronskega poslovanja, nastanek družbenih omrežij, ki povečajo možnost in hitrost trženja po vsem svetu, nastanek množičnega investiranja (Okyle, 2015), veliko ustaljenih združenj tveganega kapitala, največje število zagonskih podjetij v zgodovini, nastanek ekonomije delitve, nastanek novih poslovnih modelov in drugi pogoji. Razlogi za nastanek samorogov so, združenja tveganega kapitala. Vlagatelji zahtevajo in vpeljujejo v zagonska podjetja strategijo hitre rasti s tem, da onemogočijo zastoje v razvoju podjetja zaradi pomanjkanja sredstev, zato na razvojnih stopnjah vlagajo velike vsote investicijskega kapitala in na ta način investiranemu podjetju odpravijo tveganje zaradi konkurence (Schuler, 2013). Motivacija investorjev za ogromne vsote investicijskega kapitala je osnovana na pričakovanju spektakularnih dobičkov po zgledu drugih samorogov. Naslednji razlog za nastanek samorogov je prevzemanje zagonskih podjetij s strani večjih ustaljenih podjetij, ki imajo prevzemanje zagonskih podjetij kot svojo strategijo rasti. In tretji razlog za nastanek samorogov je podaljšanje razvojnih stopenj zagonskih podjetij zaradi večjega investiranja v

razvojne stopnje. Zagonsko podjetje, v katero je dobro investirano, lahko dalj časa ostaja zasebno oziroma nima potrebe po investicijskem kapitalu in dalj časa javno ne ponudi svojih delnic (Balakrishnan, 2015).

5.4 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo tveganega kapitala

Metodo tveganega kapitala uporabljajo investitorji za ocenjevanje zagonskih podjetij, za katere podatki niso na voljo in se dobička zato ne da napovedati na osnovi preteklega poslovanja. Didi Chuxing je še v preddobičkonosnem obdobju. Investitorji predvidevajo, da je imelo podjetje v letu 2016, 20 milijard USD prihodkov, ki so izračunani s predvidevanjem, da Didi Chuxing na dan ustvari 11 milijonov prevozov, pri predvidevani ceni 5 USD (Ronen, 2016). Ker dobička podjetja ne poznam, ga ne bom predvideval, ampak bom z metodo tveganega kapitala izračunal, kakšen čisti dobiček, bi morale imeti podjetje letos, da bi upravičilo vrednost 50 milijard USD. Izračunano po enačbi (6):

Metoda tveganega kapitala

$$TV = \frac{P}{E} \times NP \quad (6)$$

TV=Prihodnja vrednost podjetja

P/E=Multiplikator cene za prevozni sektor na Kitajskem, 197.66. Multiplikator je izračunan v januarju 2017, iz podatkov 51 kitajskih podjetij v prevozni panogi (Damodaran, 2017a) .

NP=Napovedan zaslužek podjetja.

Izračun je po enačbi (7):

$$50 \text{ milijard USD} / 197,66 = 250 \text{ milijonov USD} \quad (7)$$

Podjetje bi moralo v letos ustvariti čez 250 milijonov čistega dobička, da bi z metodo tveganega kapitala lahko izračunal enako vrednost podjetja, kot je tržna vrednost, ki jo predvidevajo investitorji (Hong, 2017).

Investitorji za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki še ne ustvarjajo dobička, uporabljajo multiplikatorje prihodka, ki merijo razmerje med vrednostjo podjetja in prihodki, ki jih ustvarja. Izračunal bom vrednost podjetja s predvidevanjem, da bo podjetje letos ustvarilo 20 milijard USD prihodkov, po izračunu, ki sem ga že omenil (Ronen, 2016).

Izračun je po enačbi (8):

$$TV = \frac{P}{S} \times RE \quad (8)$$

CV=Ocenjena vrednost podjetja

P/S=Multiplikator prihodkov za prevozni sektor na kitajskem, 1,26. Multiplikator je izračunan v januarju 2017, iz podatkov 51 kitajskih podjetij v prevozni panogi (Damodaran, 2017b). Izračun je po enačbi (9):

RE=Prihodki podjetja, ki jih predvidevam

$$20 \text{ milijard USD} \times 1,26 = 25,2 \text{ milijard USD} \quad (9)$$

Izračun vrednosti podjetja s standardnim P/S multiplikatorjem v panogi prevozov na Kitajskem, je pol manjša od vrednosti, na katero je ocenjeno podjetje (Hong, 2017).

5.5 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo primerljivih podjetij

Metoda primerljivih podjetij je podobna metodi tveganega kapitala samo le da se ne uporabi standardnega multiplikatorja v panogi ampak neposredni multiplikator konkurenčnega podjetja.

Najprej bom določil podobno konkurenčno podjetje za primerjavo. Podobna podjetja Didi Chuxing, ki pa si ne konkurirajo, ker so osredotočena na druge trge, kontinente oziroma države kjer imajo sedež, so: Taxify v Evropi, Afriki, Mehiki in zahodni Aziji, Yandex v Rusiji, Turčiji, Kazahstanu, Belorusiji, Azarbejdžanu, Gruziji in Armeniji, Gett v ZDA, Uber v ZDA in mednarodno, Lyft v ZDA in Grab v jugovzhodni Aziji. Razlike so tudi v različnosti ostalih storitev, ki jih podjetja še opravljajo, in obsegu storitev. Didi Chuxing v enem letu opravi več storitev priklicev prevozov, kot jih je Uber opravil kadarkoli (Neiger, 2016). Vsa našeta podjetja razen Yandexa ne kotirajo na borzi zato sem za predvidevano oceno vrednosti podjetja po metodi primerjanja z vodilnimi podjetji izbral P/E multiplikator podjetja Yandex (Zacks Investment Research, 2017). Pri predvidevanju, da ima Didi Chuxing letos prihodke v vrednosti 20 milijard USD, bom izračunal potrebni čisti dobiček, ki bi ga Didi Chuxing moral ustavariti v letu 2017, da bi z metodo primerljivih podjetij dobil tako ocenjeno vrednost, kot je pripisana Didi Chuxingu.

Metoda primerljivih podjetij

Izračun predvidevane vrednosti zagonskega podjetja Didi Chuxing po metodi primerjanja z vodilnimi podjetji. Izračun je po enačbi (10):

$$50 \text{ milijard USD} / 59,31 = 843,028.157 \text{ USD} \quad (10)$$

59,31=Multiplikator P/E podjetja Yandex (Zacks Investment Research, 2017)

50 milijard USD= Ocenjena vrednost podjetja Didi Chuxing

Da bi z metodo primerljivih podjetij izračunal enako vrednost, na katero je ocenjeno podjetje (Hong, 2017), bi ponovno moral napovedati skrajno visok čisti dobiček v vrednosti čez 843 milijonov USD. Metoda tveganega kapitala in metoda primerljivih podjetij nista primerni za ocenjevanje podjetja Didi Chuxing, ker za oceno vrednosti upoštevata samo dva dejavnika, čisti dobiček in standardni multiplikator. Podjetje Didi Chuxing močno odstopa od povprečnih tehnoloških podjetij zaradi ogromnega tržnega potenciala, izredno hitre rasti, ki jo omogočajo številni investitorji z ogromnim investicijskim kapitalom in večinski tržni delež na kitajskem trgu priklicev prevozov. Da bi z metodo tveganega kapitala dobil podobno vrednost, na katero je ocenjeno podjetje (Hong, 2017), bi moral uporabiti multiplikator, ki bi bil standardiziran za hitro rastoča podjetja oziroma za samoroge.

5.6 Ocenitev vrednosti Didi Chuxinga z Berkusovo metodo ocenjevanja

Osnovna predpostavka metode je pričakovanje, da bo podjetje ustvarjalo 20 milijonov prihodkov po petih letih poslovanja. Ta predpostavka je izpolnjena, celo tolikokrat presežena, da že v osnovi spravlja berkusovo metodo pod vprašaj. Ker ocenjujem podjetje Didi Chuxing v prihodkovnem obdobju, je po tej metodi njegova največja ocenjena vrednost 2,5 milijona USD. Zaradi skrajno visoke pripisane vrednosti podjetju je Berkusova metoda za ocenjevanje podjetja Didi Chuxing neprimerna. Prvi korak Berkusove metode je prepoznavanje poslovne zamisli oziroma izdelka. Pri Didi Chuxingu je to aplikacija, ki omogoča priklic prevozov. Ta zamisel spada v kategorijo disruptivnih inovacij, ki zaradi svoje drugačnosti bistveno spremenijo delovanje določene industrije in ustvarijo nov trg. Uspešnost zamisli so dokazala številna podjetja, najbolj od vseh podjetje Uber v ZDA. Zato zamisel priklica prevozov po Berkusovi metodi ocenjujem kot popolno in podjetje ocenim na začetnih 500.000 USD. Nadaljujem ocenjevanje dejavnikov tveganj. Obstoje prototipa zamisli, ki predstavlja tehnološko, tveganje se je na Kitajskem izkazal za uspešnega, ker je Didi Chuxing v kratkem obdobju dosegel med 75 % in 90 % tržni delež v panogi priklicev prevozov. Prototip podjetja ocenjujem s 100 % in mislim, da ne predstavlja tveganja, zato vrednost podjetju povečam na 1.000.000 USD. Nadaljujem ocenjevanje ekipe za nadzor kakovosti, ki predstavlja tveganje izvedbe storitev. Pri tem dejavniku tveganja upoštevam birokracijo na Kitajskem, ki podjetju prepoveduje zaposlovanje voznikov za delo v mestih, kjer ne živijo. To predstavlja za podjetje tveganje, zato dejavnik za nadzor kakovosti znižam za 15 % in ga ocenim na 85 %. Podjetju zvišam vrednost na 1.425.000 USD. Nadaljujem ocenjevanje strateških partnerstev, ki po Berkusovi metodi predstavljajo tržno tveganje. Tudi pri tem dejavniku je Didi Chuxing dokazal izjemno uspešnost, ko je na Kitajskem v cenovni vojni premagal podjetje Uber in kupil njegov tržni delež. Podjetje ima sklenjena strateška partnerstva s konkurenčnimi podjetji, kot so Grab, Lyft, Ola, in drugimi podjetji (Gasiorek, 2016). Ta partnerstva so pomembna pri uresničevanju dolgoročnega načrta podjetja, postati globalni ponudnik priklicev prevozov in pomenijo izognitev cenovnim vojnám. Zato podjetju zvišam vrednost na 1.925.000 USD. Zadnji dejavnik Berkusove metode je izvedba prodaje, ki predstavlja tveganje proizvodnje. Na Kitajskem tveganje za podjetja predstavlja regulacija poslovanja, ki določa minimalno ceno za storitve prevozov, saj na ta način država ohranja nizkocenovnost taxi služb (Neiger, 2016). Zato ta dejavnik znižam za 30 % in

ocenim podjetje na končno vrednost 2.075.000 USD. Berkusova metoda ni primerna za ocenjevanje samorogov, ne upošteva velikosti trga, in pričakovanih rasti podjetja, zato moja ocena močno odstopa od vrednosti s katero podjetje ocenjuje samo sebe.

5.7 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo primerjalne tabele

Prvi dejavnik metode primerjalne tabele je poznavanje statističnih podatkov o povprečni predinvesticijski vrednosti predprihodkovnega podjetja v vsakem združenju investorjev v državi. Pri ocenjevanju vrednosti bom upošteval povprečno predinvesticijsko vrednost predprihodkovnega podjetja, ki velja v ZDA. Te vrednosti je leta 2010 izračunal izumitelj metode primerjalne tabele Bill Payne, na osnovi podatkov 13 investicijskih združenj v ZDA (Payne, 2011a). Povprečne ocene so izračunane s podatki, ki so jih investicijske združbe zbirale več desetletij, zato povprečna ocena ni zastarela, čeprav je iz leta 2010. Izračunal je štiri različne povprečne vrednosti podjetij, razdeljene po velikostih. Za visoko ocenjeno podjetje velja vrednost 2,7 milijona USD, za povprečno ocenjeno podjetje velja vrednost 1,67 milijona USD, za nizko ocenjeno podjetje velja vrednost 1 milijon in modus vrednosti je 1,5 milijona USD (Payne, 2011a). Pri izračunu vrednosti bom uporabil povprečno vrednost 1,67 milijona USD. Metoda primerjalne tabele je neprimerna za ocenjevanje podjetja Didi Chuxing zaradi dveh razlogov: podjetje Didi Chuxing že ustvarja prihodke in je ocenjeno na skrajno visoko vrednost, ki se skrajno močno razlikuje od osnovne povprečne vrednosti, ki jo bom uporabil v izračunu z metodo primerjalne table. V naslednjem koraku bom na osnovi predvidevanj določil moč posameznih dejavnikov in jih množil z utežmi, ki so vnaprej določene. Potem bom vse seštel in dobil multiplikator vrednosti podjetja. Prvi dejavnik je sposobnost vodstva, ki predstavlja 30 % celote vseh dejavnikov. Sposobnost vodstva Didi Chuxing ocenjujem nadpovprečno, ker je podjetje hitro zrastle in obstalo proti močni konkurenci, ki je že imela nekaj let izkušenj na področju priklicev prevozov. Moja ocena vodstva je 150 %, moč dejavnika pa ocenjujem na vrednost 0,450. Drugi dejavnik je stopnja priložnosti za uspeh na trgu in predstavlja 25 % vrednosti celote vseh dejavnikov. Ocenjujem, da je na kitajskem trgu velika priložnost za nadaljno rast podjetja, ker večina prebivalcev nima lastnega avtomobila, razlogov, ki sem jih že omenil. Priložnost rasti ocenjujem z 200 %, moč dejavnika pa na vrednost 0,500. Tretji dejavnik je kakovost izdelka oziroma storitve in predstavlja 15 % celote vseh dejavnikov. Ta dejavnik prav tako ocenjujem nadpovprečno zaradi razlogov, ker Didi Chuxing poleg priklica prevozov ponuja še vrsto drugih storitev, ki sem jih že omenil. Kakovost storitve ocenjujem na 150 %, moč dejavnika pa na vrednost 0,225. Četrty dejavnik je konkurenčno okolje in predstavlja 10 % vrednosti vsote vseh dejavnikov. Podjetje ima na Kitajskem večinski tržni delež, in v panogi priklica prevozov skoraj nima konkurence, ker pa ima podjetje globalno strategijo rasti bom upošteval še trge drugih držav. Na trgih drugih držav ocenjujem, da je podjetje manj konkurenčno, kot na domačem trgu. Glavni razlog za nižjo konkurenčnost v drugih državah je v obnašanju uporabnikov, ki so v panogi priklicev prevozov, že v več državah pokazali, da neradi menjajo ponudnika storitev, ko se navadijo na prvega ponudnika, ki prevlada na trgu, oziroma imajo raje lokalnega ponudnika od tujih (Gasiorek, 2016). Konkurenčnost podjetja zato ocenjujem na 100 %, moč dejavnika pa na 0,100. Peti dejavnik je sposobnost

trženja in sklepanja strateških partnerstev in predstavlja 10 % celote vseh dejavnikov. Ocenjujem, da Didi Chuxing obvlada sposobnost trženja zaradi že omenjene zmage v cenovni vojni z Ubrom, po drugi strani pa mislim, da na trgih, kjer so že ustaljeni ponudniki priklicev prevozov, še posebej v ZDA in v Evropi, tudi z močnim trženjem ne bodo povečali tržnega deleža zaradi že omenjenih navad uporabnikov. Kot sem že omenil, ima Didi Chuxing že sklenjena partnerstva s konkurenčnimi podjetji, zaradi izogibanja cenovnih vojn in vzdrževanja konkurenčnosti na trgih, kjer je prisoten Uber. Sposobnost trženja in sklepanja strateških partnerstev ocenjujem na 90 %, moč dejavnika pa na 0,090. Šesti dejavnik je potreba podjetja po dodatnih investicijah in predstavlja 5 % celote vseh dejavnikov. Ker je Didi Chuxing že prejelo ogromne vsote investicij, ocenjujem potrebo po dodatnih investicijah z 0 % moč dejavnika pa na 0. Sedmi dejavnik predstavlja druge lastnosti podjetja in zavzema 5 % celote vseh dejavnikov. Za ta dejavnik sem si zamislil stabilnost podjetja, da se v prihodnosti ne bo zaradi velikosti razcepilo na dva ali več podjetij. Ocenjujem, da je Didi Chuxing stabilno podjetje, saj nič ne nakazuje na razcep podjetja. Sedmi dejavnik ocenjujem s 100 %, moč dejavnika pa na 0,050. Vsota vseh dejavnikov podjetja je 1.415 in predstavlja multiplikator vrednosti podjetja.

Tabela 1: Izračun multiplikatorja vrednosti z metodo primerjalne tabele

Dejavnik primerjanja	Uteži v %	Ocena podjetja v %	Izračun multiplikatorja
Sposobnost vodstva	30 max	150	0,450
Stopnja priložnosti za uspeh na trgu	25 max	200	0,500
Kakovost izdelka oziroma storitve	15 max	150	0,225
Stopnja konkurence	10 max	100	0,100
Sposobnost trženja in partnerstev	10 max	90	0,090
Potreba po dodatnem investiranju	5 max	0	0,000
Drugi dejavniki	5 max	100	0,050
Vsota			1,0415

Izračun vrednosti podjetja. Izračun je po enačbi (11):

$$1,67\text{mio USD} \times 1,415 = 2,36305\text{mio USD} \quad (11)$$

Moja ocena ponovno močno odstopa od vrednosti na katero je podjetje ocenjeno (Hong, 2017). Prvi razlog za neskladnost je uporaba povprečne vrednosti podjetja, ki predstavlja povprečno vrednost zagonskih podjetij v ZDA in že v osnovi ni skladna z vrednostjo hitro rastočih zagonskih podjetij. Drugi razlog pa je v pristranskosti oblikovanja multiplikatorja vrednosti.

5.8 Ocenitev vrednosti Didi Chuxing z metodo vsote dejavnikov tveganj

Prav tako kot prejšnja metoda, tudi metoda vsote dejavnikov tveganj ni primerna za ocenjevanje podjetja Didi Chuxing, ker podjetje že ustvarja prihodke. Kot pri prejšnji metodi je pri metodi vsote dejavnikov tveganj prvi dejavnik določitev povprečne predprihodkovne vrednosti podjetja. Za osnovo sem vzel povprečno vrednost tehnoloških predprihodkovnih podjetij v ZDA, ki znaša 1,5 milijona USD (Kowlessar, 2017). V naslednjem koraku bom ocenil tveganja na merski lestvici od -2 do +2, kjer vsaka enota predstavlja prilagoditev vrednosti podjetja za 250.000 USD v povečanju ali zmanjšanju povprečne vrednosti. Prvi dejavnik tveganja je tveganje glede sposobnosti vodstva podjetja. Pri tem dejavniku ocenjujem, da tveganje ne obstaja in ga ocenjujem s +2. Drugi dejavnik je stopnja razvitosti podjetja, ocenjujem, da je podjetje dobro razvito in ne obstaja tveganje zaradi nerazvitosti podjetja. Drugi dejavnik tveganja ocenjujem s +2. Tretji dejavnik tveganja je zakonodajno in politično tveganje v državi. Pri tretjem dejavniku ocenjujem, da je Kitajsko okolje zelo regulirano in za podjetje obstaja tveganje v spremembi regulacije, ki bi negativno vplivala na poslovanje podjetja, zato tretji dejavnik ocenjujem z -2. Četrty dejavnik tveganja je tveganje v proizvodnji oziroma tveganje v oskrbovalni verigi. To tveganje ocenjujem na visoko, ker, kot sem že omenil, podjetju v nekaterih mestih primanjkuje voznikov zaradi regulacije, to pa pomeni nižjo količino opravljenih storitev od povpraševanja. Tveganje proizvodnje ocenjujem z -1. Peti dejavnik tveganja je tveganje v prodaji in oglaševanju. To tveganje ocenjujem za zelo nizko, ker ima podjetje velike količine investicij, ki jih lahko nameni za oglaševanje, in ker je vodilno podjetje na trgu. Peti dejavnik tveganja ocenjujem s +2. Šesti dejavnik tveganja je tveganje pri zbiranju investicijskega kapitala. Ker je podjetje že zbralo ogromne količine investicijskega kapitala ocenjujem, da tveganje zbiranja investicijskega kapitala ne obstaja. Šesti dejavnik tveganja ocenjujem s +2. Sedmi dejavnik tveganja je tveganje glede konkurence. Ocenjujem, da za podjetje na kitajskem trgu tveganje glede konkurence ne obstaja, v večini drugih držav pa tveganje je prisotno. Zato sedmi dejavnik ocenjujem z 0. Osmi dejavnik je tehnološko tveganje. Ocenjujem, da tehnološko tveganje za podjetje ne obstaja, ker ima ogromne količine denarja, tehnološko usposobljene zaposlene in investitorje iz tehnoloških panog, zato ocenjujem, da se podjetje zlahka prilagaja tehnološkim spremembam, ko se pojavijo. Osmi dejavnik ocenjujem z +2. Deveti dejavnik tveganja je pravno tveganje. Ocenjujem, da pravna tveganja obstajajo, ker je podjetje osnovano na disruptivni inovaciji in posluje v panogi naprednih tehnologij, katerih

pravna urejenost zaostaja za njihovim razvojem. Tveganje ocenjujem z -1. Deseti dejavnik tveganja je mednarodno tveganje. Ocenjujem, da je tveganje mednarodnega poslovanja za podjetje visoko zaradi že omenjenih razlogov. Deseto tveganje ocenjujem z -1. Enajsti dejavnik tveganja je tveganje ugleda. Ocenjujem, da je tveganje ugleda visoko, ker so uporabniki zaradi hitre dostopnosti do informacij vedno bolj ozaveščeni in povezani preko družbenih omrežij in imajo zaradi tega veliko moč. Tveganje ocenjujem z -1. Dvanajsti dejavnik tveganja je tveganje razvrednotenja ob izhodu investitorjev. Tveganje razvrednotenja ob izhodu investitorjev ocenjujem za zelo visoko, ker podjetje samo sebe vrednoti skrajno visoko. Dvanajsti dejavnik tveganja ocenjujem z -2. Vsota vseh ocen dejavnikov tveganja je +2. Zato povprečno vrednost podjetja povečam za 500.000 USD in dobim ocenjeno vrednost podjetja 2.000.000 USD.

Moja ocena je ponovno močno v nasprotju z vrednostjo, s katero se podjetje samo vrednoti. Metoda vsote dejavnikov tveganj je zasnovana za uporabo pri ocenjevanju povprečno vrednostnih podjetij in je neprimerna za hitro rastoče podjetje z ogromnim tržnim potencialom.

SKLEP

Cilj zaključne naloge je bil predstaviti problematiko ocenjevanja vrednosti zagonskih podjetij in jo predstaviti na primeru resničnega podjetja. Za ocenjevanje sem izbral Kitajsko zagonsko podjetje Didi Chuxing, zaradi skrajno visoko ocenjene vrednosti in skrajno visokih investicijskih obrokov, ki jih je podjetje prejelo. Raziskal sem težave ocenjevanja vrednosti predprihodkovnih zagonskih podjetij in spremembe v načinih ocenjevanja vrednosti podjetij, ki so nastale zaradi razvoja tehnologije in novih načinov poslovanja ter globalizacije. In prikazal ocenjevanje skrajno visoko ocenjenega podjetja z metodami, ki jih za ocenjevanje predprihodkovnih podjetij najpogosteje uporabljajo ponudniki tveganega kapitala drugi investitorji. Kljub skrajno visoki ocenjeni vrednosti podjetja, mislim, da po prvi javni ponudbi, do razvrednotenja podjetja ne bo prišlo, zaradi ogromnega kitajskega trga, kjer ima podjetje vodilni položaj in ščitenja države domačih podjetij.

LITERATURA IN VIRI

1. Advani, A. (2017). How to Value Your Startup. *Entrepreneur*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.entrepreneur.com/article/72384>
2. Alford, H. (2017, 17. januar). How Angel Investors Value Pre-Revenue Startups (Part III). Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://hackernoon.com/how-angel-investors-value-pre-revenue-startups-part-iii-8271405f0774>
3. Balakrishnan, A. (2015, 16. september). The evolution of a unicorn: How start-ups get funded. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.cnbc.com/2015/09/16/on-of-a-unicorn-how-start-ups-get-funded.html>
4. Berkus, D. (2009, 4.november). The Berkus Method – Valuing the Early Stage Investment. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://berkonomics.com/?p=131>
5. Berkus, D. (2012, 25. marec). The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://berkonomics.com/?p=1214>
6. Bort, J. (2015, 29. december). The 20 best unicorn startups to work for, according to their employees, Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/the-20-best-unicorn-startups-to-work-for-2015-12>
7. Burke J. (2016, 14. junij). 4 Reasons for the IPO Market Slowdown in 2016 (IPO). Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/markets/061416/4-reasons-ipo-market-slowdown-2016-ipo.asp>
8. Crunchbase Inc. (2017, 18. avgust). *Didi Chuxing*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.crunchbase.com/organization/didi-dache#/entity>
9. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation - Tools and Techniques for Valuing Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
10. Damodaran, A. (2017a). Price Earning multiples China. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
11. Damodaran, A. (2017b). Revenue multiples. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
12. Didi Chuxing. (2017). *Milestones*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.didichuxing.com/en/aboutus/milestones>
13. Digital Marketing Ramblings. (2017, julij). *By the numbers: 16 Amazing Didi Chuxing Stats and Facts* (July 2017). Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://expandedramblings.com/index.php/business-directory/25017/didi-chuxing-stats-facts/>
14. Festel, G., Wuermseher, M., & Cattaneo, G. (2013). Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu http://www.timgroup.ethz.ch/_usr/publications/136/V183_3.pdf

15. Freedman, D., & Nutting, M. R. (2015, 5. november). A Brief History of Crowdfunding. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.inc.com/michael-gasiorek/5-reasons-uber-gave-up-to-didi-and-won-in-china.html>
16. Freedman, J. (2013, 11. februar). Is an Acquire Right for You? Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.inc.com/jason-freedman/is-an-acquire-right-for-you.html>
17. Gasiorek, M. (2016, 28. september). After a \$35 Billion Merger, Uber and Didi Are Set to Take Over the Ridesharing Universe. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.inc.com/michael-gasiorek/5-reasons-uber-gave-up-to-didi-and-won-in-china.html>
18. Goodwin, T. (2015, 21. oktober). Are We Struggling To Value Unicorns? Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://techcrunch.com/2015/10/21/are-we-struggling-to-value-unicorns>
19. Gordon, A. (2017, avgust). How One Valuation Method Can Lead to 10X Profits. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://earlyinvesting.com/the-berkus-method-explained/>
20. Hall, M. (2017, 18. december) Pre-Money vs Post-Money. Najdeno 28. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-premoney-and-postmoney>
21. Hitchner, J. R. (2011). *Financial Valuation - Applications and Models*. New York: J. Wiley, cop.
22. Horowitz, B. (2010, 17. marec). The Case for the Fat Start-Up. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://allthingsd.com/20100317/the-case-for-the-fat-startup/>
23. Hong, J. (2017, 3. avgust). How China's Ride-Hailing King DiDi Is Taking Over The World Before Uber Can. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.forbes.com/sites/jinshanhong/2017/08/03/how-chinas-ride-hailing-king-didi-is-taking-over-the-world-before-uber-can/#15ecbf513fd8>
24. Koetsier, J. (2016, 18. januar). There are now 229 unicorn startups, with \$175B in funding and \$1.3T valuation. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://venturebeat.com/2016/01/18/there-are-now-229-unicorn-startups-with-175b-in-funding-and-1-3b-valuation>
25. Kowlessar, A. F. (2017, 17. januar). The Berkus & Risk Factor Summation Pre-Money Valuation Methods. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.linkedin.com/pulse/berkus-risk-factor-summation-pre-money-valuation-astrid-f-kowlessar>
26. Lee, A. (2013, 2. november). Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club>
27. Lopez, L. (2016, 2. avgust). This is why Uber failed in China. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/why-uber-failed-in-china-2016-8>
28. Mullins, J. (2015, 6. januar). 2015 Will Be The Year of The Tiny Tech Acquisition. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/the-year-of-the-tiny-tech-acquisition-2015-1>

29. Neiger, C. (2016, 9. junij). How Does Didi Chuxing Make Money? Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.fool.com/investing/2016/06/09/how-does-didi-chuxing-make-money.aspx>
30. Okyle, C. (2015, 3. januar). The Year in Startup Funding (Infographic). Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.entrepreneur.com/article/241331>
31. Ovide, S. (2016, 1. avgust). Uber wins by loosing in China. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-08-01/uber-may-end-up-winning-big-by-losing-out-in-china>
32. Parker, T. (2016, 5. avgust). Calculating Risk and Reward. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/stocks/11/calculating-risk-reward.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>
33. Payne, B. (2011a, januar). Scorecard valuation methodology. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>
34. Payne, B. (2011b, 1. november). Valuations 101: The Venture Capital Method. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/>
35. Payne, B. (2011c, 2. november). Valuations 101: The Dave Berkus Method. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://blog.gust.com/248/>
36. Payne, B. (2011d, 15. november). Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/>
37. Payne, B. (2013, 29. maj). Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/methods-for-valuation-of-seed-stage-startup-companies/>
38. Pinto, E. J., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Rath, R. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2nd ed). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
39. Polovets, L. (2014, 24. januar). How Do Investors Value Pre-Revenue Companies? Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.forbes.com/sites/quora/2014/01/24/how-do-investors-value-pre-revenue-companies/amp/>
40. Praznik, B. (2005). *Ocenjevanje vrednosti poslovnih bank z uporabo metode diskontiranega denarnega toka* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomska poslovna fakulteta.
41. Pryor, K. (2016, 12 januar). Here Are the Startup Failure Rates by Industry. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://tech.co/startup-failure-rates-industry-2016-01>
42. Ratner, I., Stein, G., & Weitnauer, J. C. (2009). *Business valuation and bankruptcy*. Hoboken: John Wiley, & Sons, Inc..
43. Relander, B. (2016, 10. januar). Declining Venture Capital Offset by Digital Economy. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/investing/011016/declining-venture-capital-offset-digital-economy.asp>

44. Ries, E. (2017). The Lean Startup. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://http://theleanstartup.com/principles>
45. Ronen, R. (2016, 26. maj). Didi Chuxing's 2017 IPO Is An Attractive Investment Opportunity. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://amigobulls.com/articles/didi-chuxings-2017-ipo-is-an-attractive-investment-opportunity>
46. Schuler, B. (2013, 10. december). 3 Business Models Venture Capitalists Love. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.inc.com/barry-schuler/it-only-seems-like-your-vcs-cant-do-math.html>
47. Sinha, N. (2017). A Look Into The Secrets Of Venture Capitalism. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/101714/look-secrets-venture-capitalism.asp>
48. Techcrunch. (2017, 22 avgust). Crunchbase Unicorn Leaderboards. Najdeno 25. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>
49. United States Securities and Exchange Commision (2012, 7. maj). *Jumpstart Our Business Startups Act Frequently Asked Questions About Crowdfunding Intermediaries*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmjjobsact-crowdfundingintermediariesfaq.htm>
50. Velayanikal M. (2014, 22. september). Scale up your mind: How the smart startups get venture capital funding. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.techinasia.com/how-to-get-venture-capital-funding-10-questions-for-startups>
51. Vital, A. (2013, 1. julij). How Startup Valuation Works – Infographic. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://fundersandfounders.com/how-startup-valuation-works>
52. Wahlen, J. M., Baginski, S. P., & Bradshaw, M. T. (2010). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation, A strategic perspective*. ZDA: Cengage Learning.
53. Walden, S. (2014, 30. januar). Startup Success By the Numbers. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://mashable.com/2014/01/30/startup-success-infographic/#9bgqUr9f5Oqc>
54. Wilson, G. (2016, 21. februar). Why investors love spin-off startups. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://venturebeat.com/2016/02/21/why-investors-love-spin-off-startups/>
55. Zacks Investment Research. (2017, 21. avgust). *Yandex N.V. Analyst PE Estimates*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.nasdaq.com/symbol/yndx/pe-ratio>
56. Zwilling, M. (2013, 14. januar). 7 Startup High Risk Factors That Scare Investors. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://blog.startupprofessionals.com/2013/01/7-startup-high-risk-factors-that-scare.html>

