

Vrednotenje start-up podjetja in primer vrednotenja podjetja Prenosnik d.o.o.

Avtor: Mag. Matej Rus, EPF UM

Maribor, 2010

Operacijo delno financira Evropska unija, in sicer Evropski socialni sklad. Projekt se izvaja v okviru Operativnega programa razvoja človeških virov za obdobje 2007-2013, razvojne prioritete: Razvoj človeških virov in vseživljenjskega učenja; prednostne usmeritve: Izboljšanje kakovosti in učinkovitosti sistemov izobraževanja in usposabljanja ter javnega razpisa za izbor projektov: »Javni razpis za centre vseživljenjskega učenja – CVŽU in odpiranje sistemov izobraževanja in usposabljanja v širše okolje – partnerstva«. Projekt je sofinanciran iz javnih virov.



Kazalo vsebine:

1. Vrednotenje ni povsem “eksakten” posel	3
2. Metode vrednotenja start-up podjetja	4
3. Metoda vrednotenja z diskontiranjem denarnih tokov.....	8
4. Posamezni koraki analize na primeru podjetja Prenosnik d.o.o.....	10
4.1 Denarni tok podjetja (“Cash flow”)	10
4.2 Izbor ustrezne diskontne stopnje (“Diskont rate”);.....	11
4.3 Izračun končne vrednosti ob koncu obdobja (“Terminal value”);.....	13
4.3.1 Gordonov model rasti	13
4.3.2 Model večkratnika (“Exit Multiple Model”)	14
4.4 Izračun vrednosti podjetja z metodo diskontiranja denarnih tokov	15
4.5 Predstavitev in argumentacija rezultatov analize ob različnih predpostavkah	16

1. Vrednotenje ni povsem “eksakten” posel

Ko podjetnik s predstavitvijo svoje podjetniške ideje, podjetniškega tima in načrtov za razvoj podjetja navduši potencialnega investitorja, ga bo le-ta prej ali slej povprašal: **“Kakšna je vaša ocena vrednosti podjetja?”**. Na tej točki se mnogim podjetnikom zalomi, saj zapravijo priložnost za sklenitev posla oziroma izgubijo prevelik delež lastništva podjetja. To se lahko podjetnikom zgodi, ker na zastavljeno vprašanje sploh nimajo odgovora, delujejo sramežljivo in skromno, oziroma imajo pretirana pričakovanja glede vrednosti podjetja.

Investitorja v procesu pogajanj predvsem zanima, ali ima podjetnik občutek in informacije o relativni vrednosti svojega start-up podjetja glede na primerljiva start-up podjetja v panogi, ki so že prejela investicijo. Njihov namen je namreč, da si za nameravano višino vložka kapitala izpogajajo čim višji odstotek lastništva podjetja. Pri tem podjetnikom odsvetujemo preveliko mero skrivnostnosti, sramežljivosti ali nedefiniranosti glede njihovih pričakovanj o vrednotenju podjetja, vsekakor pa jim tudi ne svetujemo, da se izrečejo o konkretni pričakovani vrednosti podjetja. V vsakem primeru podjetnikom svetujemo, da investitorju predstavijo okvirne predpostavke in argumente na katerih gradijo svoja pričakovanja o vrednosti podjetja, ter da investitorju prenesejo jasno sporočilo, da so predvsem navdušeni nad svojo podjetniško idejo in povsem predani procesu izgradnje predstavljenega start-up podjetja, ki bo posledično omogočilo zaslužek, tako za podjetnika, kot tudi za potencialnega investitorja.

Praktični primer podjetja NewCo:

Ustanovitelja podjetja NewCo, katerega dejavnost temelji na vzpostavitvi nove spletne strani s področja zdravstva, sta v zadnjem letu dni, za izgradnjo podjetja, izdelavo prototipa spletne strani in dejanski zagon spletne strani, s katero sta že vzbudila zanimanje na spletu, porabila 200.000 EUR osebnega in družinskega premoženja. Sedaj sta prispela do točke, ko za nadaljnji razvoj podjetja potrebujeta 1.000.000 EUR svežega kapitala, ki ga želita pridobiti s strani poslovnih angelov. Denar bosta porabila za izvedbo načrta trženja, za angažiranje skupine piscev blogov in drugih sodelavcev ter mogoče tudi za izplačilo prvih plač za svoje delo. Koliko je na tej točki razvoja podjetja le-to vredno iz vidika potencialnih investitorjev (“pre-money valuation”)? Kakšen lastniški delež podjetja bodo po finančnem vložku 1.000.000 EUR imeli poslovni angeli (“post-money ownership percentage”)? Če bi se na primer podjetnika in investitorji poenotili o vrednosti podjetja pred investicijo v višini 1.000.000 EUR, bi znašal lastniški delež poslovnih angelov po dokapitalizaciji 50% (lastnika bi izgubila polovico

lastništva podjetja). Če pa bi vrednost podjetja pred investicijo ocenili na 4.000.000 EUR, bi podjetnika po investiciji obdržala še zajeten 80% delež lastništva podjetja. (Vir: Marty Zwilling, <http://blog.startupprofessionals.com>)

Ob tem pa si vsekakor velja zapomniti, da vrednotenje podjetja **ni “eksakten” posel**, kjer bi lahko podjetje objektivno ovrednotili na evro natančno. To dejstvo posledično pomeni, da pravi investitorji ne želijo izgubljati preveč časa za pogajanja okrog vsakega evra razlike pri oceni vrednosti start-up podjetja, saj se vendar pogajajo o partnerstvu pri izgradnji podjetja, katerega ciljna vrednost je praviloma več deset milijonov evrov. Zato je glavni cilj pogajanj med podjetnikom in investitorjem, oblikovanje cene start-up podjetja pred in po investiciji vloženega kapitala, ki bo obe strani napolnil z občutkom, da sta dosegla pošteno ceno, navkljub prisotnim višjim prvotnim pričakovanjem.

2. Metode vrednotenja start-up podjetja

Ker smo spoznali, da vrednotenje podjetja ni povsem “eksakten” posel, je naloga podjetnika v okviru pogajanj povsem jasna. S svojimi argumenti mora podjetnik upravičiti čim višjo vrednost svojega podjetja pred investicijo!

V nadaljevanju podajamo **10 ključnih metod**, ki jih lahko podjetniki uporabijo pri ocenjevanju vrednosti svojega start-up podjetja in njeni uspešni argumentaciji:

1. **Vrednost diskontiranih načrtovanih denarnih tokov.** Gre za metodo, ki jo za vrednotenje podjetij uporabljajo finančniki, in temelji na konceptu časovne vrednosti denarja. Uporabljena diskontna stopnja za vrednotenje start-up podjetij se giblje v rangi med 30% in 60%, ki pa je odvisna od “zrelosti” podjetja in stopnje zaupanja v realnost načrtovanih bodočih denarnih tokov. Metoda je sicer teoretično najnatančnejša, vendar zaradi svoje kompleksnosti in visokega tveganja ustreznosti uporabljenih predpostavk tudi najzahtevnejša in zato v praksi ne najbolj priljubljena. Podjetnik mora namreč izdelati finančne projekcije denarnih tokov za prvih pet let poslovanja podjetja, oceniti dolgoročni potencial rasti denarnih tokov po petem letu poslovanja ter izbrati ustrezno diskontno stopnjo.
2. **Primerjava s sorodnimi podjetji, ki so prejela investicijo (tržni pristop).** V praksi zelo pogosto uporabljena metoda je metoda primerjave vrednosti podjetja, s sorodnimi podjetji v

panogi, za katera so dostopni podatki o izvedeni investiciji in vrednotenju. Gre za t.i. tržni pristop, ki se sicer zelo pogosto uporablja na trgu nepremičnin, kjer se nepremičnina vrednoti glede na druge sorodne transakcije v neposredni okolici v zadnjem obdobju.

3. **Ocena poštene tržne vrednosti sredstev podjetja.** Čeprav imajo start-up podjetja običajno omejen obseg sredstev oziroma premoženja, jih je vseeno pomembno evidentirati in oceniti njihovo pošteno tržno vrednost. V oceno vrednosti morate vključiti vsa sredstva, katerih lastnik je podjetje, kot na primer računalniki, pohištvo, proizvodna ali razvojna oprema, morebitne nepremičnine, zaloge materiala ali izdelkov, vrednost morebitnih prototipov z vključenimi stroški razvoja.
4. **Ocena vrednosti intelektualne lastnine.** Ocena vrednosti patentov in blagovnih znamk je zelo subjektivna, še posebej težavna pa je ocena vrednosti v fazi prijave, ko patentna zaščita še ni dokončno podeljena. Zato investitorji uporabljajo grobo izkustveno oceno vrednosti, kjer so pripravljeni na primer za vloženo kakovostno patentno prijavo priznati tudi do 1.000.000 EUR dodatne vrednosti podjetja.
5. **Ključni deležniki in zaposleni v podjetju dodajajo vrednost.** Če ima mlado podjetje na svoji plačilni listi vrhunske strokovnjake oziroma zelo referenčne pogodbene sodelavce in če soustanovitelji podjetja izkazujejo vrhunske kompetence, potem to vsekakor pozitivno vpliva na oceno vrednosti podjetja.
6. **Referenčni kupci in (načrtovane) prodajne pogodbe kot dodana vrednost.** Podjetnik mora med pogajanjem doseči, da mu investitor prizna povečano vrednost podjetja na račun že pridobljenih referenčnih kupcev oziroma podpisanih prodajnih pogodb. Določeno vrednost pa imajo vsekakor tudi prodajne pogodbe, ki so še v fazi usklajevanja ali podpisovanja. Posebej dragoceni so redni kupci oziroma naročniki, ki zagotavljajo reden dotok denarja.
7. **Večkratnik ocenjenega dobička ("Earnings multiple approach").** Start-up podjetja praviloma še ne ustvarjajo dobička, zato ta metoda vrednotenja ni najbolj primerna iz vidika ustanoviteljev podjetja. Seveda pa lahko ocenimo potencialni dobiček podjetja v določenem ciljnim letu (na primer v petem letu poslovanja podjetja), in sicer na osnovi izdelanih predračunskih bilanc uspeha. Oceno ciljne vrednosti dobička, ki ga lahko po naši oceni podjetje realno doseže, pomnožimo z večkratnikom, ki ga dobimo iz analize sorodnih podjetij v panogi, ki so prejela investicijo oziroma bila predmet prodaje. Če nimamo prave primerjave vam svetujemo, da ciljno vrednost dobička pomnožite z večkratnikom 5x.

8. **Izračun stroškov nadomestitve ključnega premoženja podjetja.** Vrednotenje temelji na oceni potrebnih stroškov za različne resurse, ki bi bili potrebni, da se iz nič ponovno ustvariyo vsi ključni elementi premoženja podjetja, s katerim podjetje v trenutku vrednotenja razpolaga (patenti, blagovna znamka, spletna stran, oprema, prototipi izdelkov, gradiva,...).
9. **Ocena velikosti potencialnega trga in pričakovanih stopenj rasti.** Večji kot je potencialni trg na katerega vstopa podjetje, in višje kot so napovedane stopnje njegove rasti, večja je vrednost vašega start-up podjetja. Če želite pri investitorju izposlovati bistveno premijo vrednosti podjetja na račun potencialnega trga, pa mora biti le-ta resnično velik (na primer vsaj 500 mio EUR potencialnega trga).
10. **Ocena števila in moči neposrednih konkurentov in drugih vstopnih pregrad.** Značilnosti konkurenčnega okolja podjetja lahko pomembno vplivajo na njegovo vrednotenje. Če lahko pokažete določene izrazite in ubranljive konkurenčne prednosti (zaščiten intelektualna lastnina, pomembna poslovna skrivnost odličnega podjetniškega tima, visoke vstopne pregrade za nove potencialne igralce na trgu,...) lahko upravičeno zahtevate določeno premijo pri vrednotenju podjetja.

Verjetno boste v pogajanjih z investitorjem težko ubranili vse svoje zahteve po višjem vrednotenju podjetja. Z dobrimi argumenti pa bo v očeh investitorja zrasla vaša kredibilnost, saj bo pozitivno ocenil vaše poznavanje značilnosti delovanja trga tveganega kapitala, kakor tudi vaše poznavanje posla in panoge v katero vstopate. Zato vam predlagamo, da svoje podjetje pred pristopom k pogajanjem z investitorji ovrednotite s pomočjo različnih metod, saj boste na osnovi temeljite analize vrednosti podjetja na temelju različnih pristopov, zelo dobro pripravljeni na težka pogajanja s potencialnimi investitorji.

Praktični primer podjetja NewCo:

Naš nasvet vsem sorodnim podjetjem podjetja NewCo, ki vrednostijo svoje podjetje je, da podjetje ovrednotijo v rangi med 1,5 in 5 mio EUR in njihovo oceno argumentirajo z uporabo različnih metod vrednotenja start-up podjetij. Nižje vrednotenje lahko po nepotrebnosti oškoduje podjetnike, medtem ko lahko višje vrednotenje nakazuje na njihova nerealna pričakovanja.

(Vir: Marty Zwilling, <http://blog.startupprofessionals.com>)



Želimo vam svetovati, da na vprašanje investitorja glede vaše ocene vrednosti podjetja odgovorite: **“Pri sklenitvi posla je za nas pomembnejša kakovost investicijskega partnerja, kot sam ocena vrednosti podjetja”**. Nato morate vprašanje obrniti in vprašati investitorja nazaj: **“Kakšna bi bila po vašem strokovnem mnenju poštena vrednost podjetja?”**. Po nekaj sestankih z investitorji si boste že uspeli izdelati osnovno sliko o njihovi percepciji vrednosti vašega podjetja, ki je glede na njihove bogate izkušnje z investicijami zelo dragocena informacija.

Pomembno se je zavedati, da morate obe pogajalski strani v pogajanjih doseči dogovor o ceni podjetja, ki bo tako podjetnika kot investitorja napolnil z občutkom, da sta dosegla **pošteno ceno**, navkljub prisotnim višjim prvotnim pričakovanjem.

3. Metoda vrednotenja z diskontiranjem denarnih tokov

Z uporabo metode diskontiranja denarnih tokov poskušajo finančniki izračunati vrednost podjetja na temelju diskontiranja načrtovanih denarnih tokov podjetja na sedanjo vrednost. Metoda predpostavlja, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti vseh ustvarjenih bodočih denarnih tokov, ki bodo na voljo investitorjem ob upoštevanju njihovih kapitalskih vlaganj v podjetje. Bodoče denarne tokove je potrebno diskontirati zaradi upoštevanja koncepta časovne vrednosti denarja, ki določenemu denarnemu znesku danes pripisuje večjo vrednost kot enakemu absolutnemu znesku denarja v bodoče.

Praktični primer časovne vrednosti denarja:

Kaj storimo, če nam nekdo ponudi možnost, da dobimo 100 EUR danes ali 100 EUR čez eno leto? Če smo finančno racionalni, bomo seveda raje 100 EUR vzeli takoj danes, saj ji lahko za eno leto investiramo in oplemenitimo. Čez leto dni bomo tako imeli več kot 100 EUR. Če sedaj argumentacijo obrnemo. Povečan znesek denarja, ki ga bomo imeli čez eno leto, je danes vreden 100 EUR, kar predstavlja diskontirano vrednost bodočega zneska denarja. Če na podoben način diskontiramo vse bodoče denarne tokove, ki jih lahko ustvarimo z investicijo denarja v podjetje, bomo dobili dobro oceno vrednosti našega podjetja.

Podjetnik se mora pri pripravi finančnega načrta podjetja soočiti z razmislekom o bodočem obsegu prodaje izdelkov oziroma storitev podjetja, doseženih prodajnih cenah in plačilnih rokih, potrebnih izdatkih za material, delo, različne storitve, investicije v delovna sredstva in obsegu drugih izdatkov iz naslova poslovanja podjetja. Na ta način se močno poglobi v načrt poslovanja podjetja in premisli vse ključne dejavnike finančnega uspeha podjetja. Poleg oblikovanja načrtovanega denarnega toka mora razmisliti o potencialnih tveganjih za doseganje načrtovanih vrednosti in posledično izboru ustrezne diskontne stopnje. Z izračunom neto sedanje vrednosti načrtovanih denarnih tokov podjetja si bo podjetnik pridobil grobo oceno vrednosti svojega podjetja in se na ta način tudi bolj pripravil na poslovanje podjetja in pogajanja s potencialnimi investitorji.

Metoda diskontirani denarnih tokov se torej osredotoča na oceno bodočih denarnih tokov in oceno tveganja za njihovo doseganje. Metoda je sicer teoretično najnatančnejša, vendar zaradi svoje kompleksnosti in visokega tveganja ustreznosti uporabljenih predpostavk tudi najzahtevnejša in zato v praksi ne najbolj priljubljena. V nadaljevanju navajamo ključne prednosti in slabosti uporabe metode diskontiranja denarnih tokov.

**Prednosti in slabosti metode diskontiranih denarnih tokov**

Prednosti:	Slabosti:
<ul style="list-style-type: none"> • Teoretično je to najbolj zanesljiva metoda izračuna vrednosti podjetja. • Metoda se usmerja v analizo sposobnosti podjetja, da s svojimi resursi ustvari pozitivne rezultate in se v manjši meri usmerja v zunanje dejavnike. • Metoda se osredotoča na analizo denarnih tokov (prejemkov in izdatkov) in zato ni obremenjena z različnimi računovodskimi pravili in predpostavkami. • Metoda omogoča, da s spreminjanjem vhodnih podatkov (načrtovani prejemki, izdatki, diskontna stopnja,...) analiziramo njihov vpliv na vrednost podjetja. 	<ul style="list-style-type: none"> • Natančnost izračuna vrednosti podjetja je zelo odvisna od kakovosti vhodnih elementov analize, in sicer načrta denarnih tokov za prvih pet let poslovanja podjetja, končne vrednosti podjetja in izbrane diskontne stopnje. Zato se analiza diskontiranih denarnih tokov praviloma izdeluje v različicah oziroma scenarijih, kjer analiziramo vrednost podjetja v luči spreminjanja ključnih vhodnih elementov. Na ta način izdelamo optimistične, srednje in pesimistične scenarije vrednosti podjetja, in pri tem analiziramo spreminjanje vrednosti podjetja v odvisnosti od spreminjanja posameznih vhodnih elementov ("What if" analiza). • Končna vrednost praviloma prispeva pomemben delež k celotni ocenjeni vrednosti podjetja, kar pomeni da je ocenjena vrednost podjetja praviloma bolj odvisna od izračuna končne vrednosti podjetja kot od denarnih tokov v petletnem finančnem načrtu.

Ključni koraki vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov

Metoda vsebuje sledeče korake za izračun vrednosti podjetja, in sicer:

1. **Priprava projekcij denarnih tokov za prvih pet let poslovanja podjetja**, ki je načeloma lahko tudi krajše ali daljše obdobje.
2. **Izbor ustrezne diskontne stopnje**, v odvisnosti razvojne faze v kateri se nahaja podjetje in ocenjenega tveganja za realizacijo načrta.
3. **Izračun končne vrednosti podjetja v petem letu poslovanja podjetja**, oziroma v zadnjem letu za katerega smo še izdelali projekcije denarnih tokov. Pri izračunu uporabimo izbrano diskontno stopnjo in ocenjeno vrednost povprečne stopnje rasti denarnega toka od izbranega leta do neskončnosti.
4. **Izračun vrednosti podjetja z diskontiranjem posameznih denarnih tokov na sedanjo vrednost**, in sicer denarnih tokov iz izdelanega petletnega načrta in izračunane končne vrednosti, z uporabo izbrane diskontne stopnje. Na ta način dobimo izračun t.i. neto sedanje vrednosti podjetja.
5. **Predstavitev in argumentacija rezultatov analize ob različnih predpostavkah.**

4. Posamezni koraki analize na primeru podjetja Prenosnik d.o.o.

4.1 Denarni tok podjetja ("Cash flow")

Denarni tok je denar, ki ga lahko ustvari podjetje s svojim premoženjem (opredmetenim in neopredmetenim) in je na voljo tistim, ki so zagotovili kapital podjetja (lastnikom). Gre za denarna sredstva, ki so na voljo lastnikom po poplačilu vseh resursov podjetja (delo, delovna sredstva, material, storitve,...).

Praktični primer:

V tabeli se nahaja prikaz elementov za izračun denarnega toka podjetja iz orodja Tovarne podjetmov.

DENARNI TOK PODJETJA (A + B)
A. DENARNI TOK IZ POSLOVANJA (A.A. - A.B. - A.C. - A.D.)
A.A. PREJEMKI IZ POSLOVANJA
Prejemki: #1 izdelek (Prejemki iz naslova prodaje izdelkov in storitev podjetja)
Prejemki: #2 storitev
A.B. IZDATKI IZ POSLOVANJA SKUPAJ
A.B.1. IZDATKI ZA NABAVO IZDELAVNEGA MATERIALA/STORITEV
Izdatki za izdelavni material/storitve za #1 izdelek
Izdatki za izdelavni material/storitve za #2 storitev
A.B.2. IZDATKI ZA POVEČANJE VARNOSTNE ZALOGE IZDELKOV
Izdatki za povečane varnostne zaloge izdelkov: #1
A.B.3. IZDATKI ZA PLAČILO DELOVNIH SREDSTEV
Izdatek za nakup delovnega sredstva: ...
Izdatki za najem delovnega sredstva: ...
Izdatki za nakup drobnega inventarja: ...
A.B.4 IZDATKI ZA ZAPOSLENE IN POGODBENE SODELAVCE
Izdatki za bruto bruto plače in materialne stroške zaposlenih sodelavcev
Izdatki za plačilo zunanjih sodelavcev (študentsko delo, avtorski honorarji, delo po podjemnih pogodbah,...)
A.B.5. IZDATKI ZA PLAČILO STORITEV
Izdatki za plačilo najetih zunanjih storitev (računovodstvo, internet, odvoz smeti, stavbno zemljišče, telefonija, fotokopiranje, transportne storitve, hotelske storitve in številne druge storitve, ki jih potrebuje podjetje)
A.B.6. IZDATKI ZA PLAČILO STORITEV OGLAŠEVANJA
Izdatki za plačilo storitev oglaševanja (oglaševanje v elektronskih in tiskanih medijih, udeležba na sejmih, zunanje oglaševanje,...)
A.C. SALDO DDV - DOPLAČILO DDV NA RAČUN DAVČNE UPRAVE (Gre za poračun DDV iz naslova vstopnega in izstopnega DDV.)
A.D. DAVEK NA DOBIČEK - PLAČILO DAVKA NA RAČUN DAVČNE UPRAVE (V finančnih projekcijah je davek na dobiček obračunan po stopnji 20%.)
B. DENARNI TOK IZ FINANCIRANJA PRED ZUNANJIM FINANCIRANJEM (B.A. + B.B.)
B.A. PREJEMKI IZ FINANČNIH VLOŽKOV USTANOVITELJEV PODJETJA
B.B. PREJEMKI IZ NASLOVA SUBVENCIJ DRŽAVE

4.2 Izbor ustrezne diskontne stopnje (“Diskont rate”);

Obrestno mero, s katero diskontiramo bodoče denarne tokove ter končno vrednost podjetja na sedanjo vrednost, imenujemo diskontna stopnja. Uporabljena diskontna stopnja za vrednotenje start-up podjetij se giblje v rangu med 50% in 70%. Njena izbrana višina je odvisna od “zrelosti” podjetja in stopnje zaupanja v realnost načrtovanih denarnih tokov.

Višina izbrane diskontne stopnje odraža oceno višine tveganja povezanega z zmožnostjo podjetniškega tima, da doseže načrtovane cilje podjetja (višja kot je ocenjena verjetnost nedoseganja načrtovanih ciljev podjetja, višja je izbrana diskontna stopnja). Diskontno stopnjo sestavljajo sledeči elementi:

- diskontna stopnja za naložbe brez tveganja,
- premija za tržno tveganje,
- premija za tveganje nelikvidnosti naložbe,
- premija za dodano vrednost oziroma zaslužek investitorja in
- premija za pojav drugih nepredvidenih negativnih dejavnikov na osnovi izkušenj.

Izbira ustrezne diskontne stopnje, ki bi jo lahko uporabili pri vrednotenju konkretnega podjetja, je bolj stvar “umetnosti presoje” kot “čistih strokovnih dejstev”.

V praksi so se izoblikovala določena priporočila glede višine ustrezne diskontne stopnje v odvisnosti od razvojne faze v kateri se nahaja podjetje. Podjetja namreč v svojem razvoju gredo skozi različne faze, ki zaradi svojih specifik pred podjetje postavljajo različne izzive. Podjetja imajo v zgodnji fazi zaradi negativnega denarnega toka in višjega tveganja drugačne možnosti in pogoje pri pridobivanju finančnih virov kot v fazah ekspanzije, ko že dosegajo pozitiven denarni tok in že ustvarjajo dobiček ter so zaradi že dokazanega uspeha praviloma manj tvegana. V nadaljevanju predstavljamo posamezne razvojne faze podjetja in višine ustreznih diskontnih stopenj.

- **Semenska faza (“Seed-stage Financing”): 80%+**

Gre za zelo zgodnje financiranje podjetja. Investicija je majhna (tipično gre za maksimalno nekaj deset tisoč evrov) in je primarno namenjena financiranju razvoja podjetnikove ideje. Podjetnik praviloma še nima formalnega poslovnega načrta, izoblikovanega celovitega podjetniškega tima, in



definiranih vseh korakov za razvoj podjetja, se mora zanašati predvsem na lastna sredstva, sredstva prijateljev in sorodnikov in v določenih primerih tudi na subvencije, saj zaradi velike tveganosti težko pride do zunanjega kapitala. Denar je predvsem namenjen financiranju angažiranja prvih sodelavcev ali zunanjih strokovnjakov, razvoju poslovnega načrta, analizi trga, razvoju prototipa, nakupu potrebne opreme,... Ker podjetje še ne ustvarja prihodkov in je tveganje uspeha še zelo veliko, je diskontna stopnja praviloma višja od 80%.

- **Start-up faza financiranja (“Start-up Financing”): 50-70%**

V tej fazi podjetje že razpolaga z delujočim prototipom, izdelanim poslovnim načrtom in oblikovanim podjetniškim timom, ki je sposoben pritegniti prvi zunanji kapital. Predvsem imamo v mislih poslovne angele, ki financirajo projekte v višini med 100.000 in 1.000.000 EUR. Denar podjetje investira v nakup opreme, dokončni razvoj izdelkov in storitev, angažiranje dodatnih sodelavcev ter prve trženjske aktivnosti. Ker podjetje še vedno ne ustvarja prihodkov in še vedno obstaja velika negotovost glede uspeha na trgu, se diskontna stopnja giblje v rangu med 50 in 70%.

- **Prva faza financiranja (“First-Stage Financing”): 40-60%**

Podjetje še posluje z izgubo, vendar že trži svoje izdelke in storitve ter tako ustvarja določene prihodke. Podjetje že ima izoblikovano organizacijsko strukturo in vzpostavljene določene trženjske kanale. Prva faza financiranja je običajno namenjena financiranju prvih obsežnejših trženjskih aktivnosti, angažiranju prodajalcev ter sodelavcev za podporo. Sredstva se lahko namenjajo tudi za nadaljnji razvoj izdelkov in storitev, njihovo prilagoditev različnim ciljnim skupinam uporabnikov, itd. Investitorji vzpostavijo kakovostne nadzorne mehanizme za spremljanje razvoja podjetja in doseganje pogodbenih mejnikov. Diskontna stopnja praviloma znaša med 40% in 60%.

- **Druga faza financiranja (“Second-Stage”): 30-50%**

Podjetje v tej fazi razvoja izredno hitro raste, se razvija, izboljšuje proizvodnjo, širi prodajno mrežo, se spopada s konkurenco in krepi položaj na trgu. Za svoje poslovanje potrebuje vedno več obratnega kapitala, delovnih sredstev in novih sodelavcev. Uspešnim podjetjem v tem obdobju že uspe poslovati z dobičkom, kar jim omogoči boljši dostop do finančnih virov. Podjetjem v tej fazi se odpre dostop do prvih večjih dolžniških virov financiranja, ki začenjajo dopolnjevati ali nadomeščati lastniške vir financiranja. Diskontna stopnja praviloma znaša med 30% in 50%.

- **Premostitveno financiranje (“Bridge/Mezzanine”): 20-35%**

Podjetje se še vedno hitro razvija, se pa približuje obdobje, ko bodo želeli investitorji izstopiti iz podjetja. Premostitveno financiranje je namenjeno financiranju nemotenega poslovanja podjetja ter tudi odkupu deležev nekaterih zgodnjih investitorjev. Diskontna stopnja praviloma znaša med 20% in 35%.

- **Javna objava delnic (“Public Expectations”): 15-25%**

Hitra rast podjetja se pričinja počasi umirjati. Podjetje posluje zelo dobičkonosno in pride do možnosti za prvo javno ponudbo delnic podjetja (*IPO – Initial Public Offering*), s čimer podjetje pride do organiziranega trga kapitala oziroma se uvrsti na borzo. Diskontna stopnja praviloma znaša med 15% in 25%.

4.3 Izračun končne vrednosti ob koncu obdobja (“Terminal value”);

Ko smo izdelali finančne projekcije denarnih tokov za prvih pet let poslovanja podjetja moramo izdelati še **oceno končne vrednosti podjetja** ob koncu tega petletnega obdobja. Končna vrednost odraža naša pričakovanja glede nadaljnje rasti denarnih tokov. Če pri vrednotenju podjetja ne bi vključili ocene vrednosti podjetja iz naslova dolgoročnih denarnih tokov po petem letu poslovanja podjetja, bi morali predpostaviti, da bo podjetje po petih letih prenehalo s poslovanjem. Ob tem se pa seveda soočimo z izzivom prognoze razvoja bodočih denarnih tokov, ki jih je za vsako nadaljnje leto v bodočnosti vedno težje načrtovati. Že načrtovanje v okviru priprave petletnega finančnega načrta je zelo zahtevno in tvegano opravilo, kaj šele načrtovanje za celotno življenjsko obdobje podjetja. Zato se za oceno “končne vrednosti” podjetja uporablja poenostavljena metoda, ki temelji na predpostavkah o dolgoročni rasti denarnega toka.

4.3.1 Gordonov model rasti

Ena pomembnejših metod za poenostavljen izračun končne vrednosti podjetja je Gordonov model rasti. Model uporablja sledečo enačbo:

$$\text{Končna vrednost podjetja} = \frac{\text{(vrednost denarnega toka v zadnjem letu * (1 + dolgoročna stopnja rasti))}{\text{(diskontna stopnja - dolgoročna stopnja rasti)}}$$

Uporaba enačbe nam olajša problem izdelave dolgoročnejših projekcij denarnih tokov. Ob tem pa ne smemo pozabiti, da enačba temelji na predpostavki, da se bo načrtovani denarni tok zadnjega leta v finančnem načrtu stabiliziral in nadalje rasel z določeno stopnjo rasti vsa naslednja leta. Seveda gre za oceno povprečne dolgoročne letne stopnje rasti denarnega toka v prihodnosti, ki pa bo v posameznih prihodnjih letih lahko nihala (v posameznih letih bo lahko višja ali nižja od ocenjene povprečne vrednosti).

Praktični primer izračuna končne vrednosti podjetja:

Analizirali bomo izračun končne vrednosti za podjetje Prenosnik d.o.o., katerega denarni tok v petem letu poslovanja bo v skladu z načrtom znašal 1.662.033,10 EUR. V okviru raziskave trga je bilo ocenjeno, da bo denarni tok podjetja po petem letu poslovanja rasel v povprečju za 4% letno. Na prvi pogled se nam morda zdi ocenjena stopnja rast denarnega toka nizka, vendar moramo vedeti, da je ta vrednost več kot dvakrat višja od povprečne gospodarske rast razvitih držav v daljšem časovnem obdobju. Z uporabo enačbe Gordonovega modela rasti smo ob uporabi izbrane diskontne stopnje v višini 50% dobili oceno končne vrednosti podjetja v višini 3.757.640,05 EUR.

$$\begin{aligned} \text{Končna vrednost podjetja} &= 1.662.033,10 \text{ EUR} \times 1.04 / (0,50\% - 0,04\%) = \\ &= 3.757.640,05 \text{ EUR} \end{aligned}$$

4.3.2 Model večkratnika ("Exit Multiple Model")

Alternativno možnost za izračun končne vrednosti bodočih denarnih tokov podjetja predstavlja uporaba večkratnika določene vrednosti iz bilance uspeha ali denarnih tokov, kot na primer prihodkov iz poslovanja, čistega dobička, denarnega toka iz poslovanja oziroma drugih vrednosti. Vrednost večkratnika določimo na osnovi opazovanj tržne vrednosti sorodnih in primerljivih podjetij na trgu. Kakšna je bila na primer priznana cena podjetja, ki ga je dokapitaliziral poslovni angel ali sklad tveganega kapitala? Kakšna je na primer povprečna tržna cena primerljivih podjetij podobne starosti oziroma stopnje razvoja?

Praktični primer končne vrednosti podjetja:

Analizirali bomo izračun končne vrednosti za podjetje Prenosnik d.o.o., katerega denarni tok v petem letu poslovanja bo v skladu z načrtom znašal 1.662.033,10 EUR.

Če pomnožimo ocenjeno vrednost denarnega toka z večkratnikom 3, bomo dobili oceno končne vrednosti podjetja v višini 4.986.099,3 EUR.

Končna vrednost podjetja = 1.662.033,10 EUR x 3 = 4.986.099,3 EUR

Ker izbira višine večkratnika bistveno vpliva na višino ocene končne vrednosti podjetja, je zelo pomembno, da lahko izbrano vrednost večkratnika ustrezno argumentiramo. Vsekakor moramo pri vrednotenju raje izbrati konzervativnejšo oceno vrednosti večkratnika. Ker je utemeljitev izbire ustreznega večkratnika zahtevna naloga, se metoda ne uporablja v tolikšni meri kot metoda Gordonov model rasti.

4.4 Izračun vrednosti podjetja z metodo diskontiranja denarnih tokov

Z diskontiranjem posameznih denarnih tokov iz petletnega finančnega načrta in diskontiranjem izračunane končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost, dobimo oceno t.i. neto sedanje vrednosti podjetja. Za izračun uporabimo za izbrano diskontno stopnjo.

Praktični primer:

Analizirali bomo izračun vrednosti podjetja Prenosnik d.o.o. s pomočjo metode diskontiranja načrtovanih denarnih tokov. Iz finančnih projekcij bilance denarnih tokov izhaja, da so denarni tokovi iz poslovanja v prvih petih letih imel sledeče vrednosti:

- 1. leto: -413.278,50 EUR,
- 2. leto: 766.388,30 EUR,
- 3. leto: 1.003.474,20 EUR,
- 4. leto: 1.294.931,00 EUR in
- 5. leto: 1.662.033,10 EUR.

Ocenjena končna vrednost podjetja po Gordonovem modelu rasti je bila ocenjena na 3.757.640,05 EUR. Ker gre za start-up podjetje smo izbrali diskontno stopnjo v višini 50%.

Sedanja vrednost načrtovanih denarnih tokov =

$$\begin{aligned} &= (-413.278,50 \text{ EUR}/1,5) + (766.388,30 \text{ EUR}/1,5^2) + (1.003.474,20 \text{ EUR}/1,5^3) + \\ &(1.294.931,00 \text{ EUR}/1,5^4) + (1.662.033,10 \text{ EUR}/1,5^5) + (3.757.640,05 \text{ EUR}/1,5^5) = \\ &= \mathbf{1.391.914,36 \text{ EUR}} \end{aligned}$$

Na osnovi diskontiranja ocenjenih bodočih denarnih tokov smo izračunali vrednost podjetja v višini **1.391.914,36 EUR**.

4.5 Predstavitev in argumentacija rezultatov analize ob različnih predpostavkah

Praktični primer izračuna vrednosti podjetja:

V okviru priprave učnega poslovnega načrta za podjetje Prenosnik d.o.o. je bila izdelana bilanca denarnih tokov, ki služi kot osnova za izračun končne vrednosti podjetja in diskontirane sedanje vrednosti načrtovanih denarnih tokov.

Izračun vrednosti podjetja z metodo diskontiranja načrtovanih denarnih tokov

za primer podjetja Prenosnik d.o.o.

Izbrana diskontna stopnja v %:
 Ocena povprečna stopnje rasti po petem letu v %:

Aktualne vrednosti	Načrtovano leto				
	I----- Načrtovane vrednosti iz bilance denarnih tokov v EUR-----I				
0	1	2	3	4	5
PREJEMKI IZ POSLOVANJA	5,979,808.00	13,093,052.50	15,711,634.10	18,853,960.90	22,624,753.10
IZDATKI IZ POSLOVANJA	6,348,065.30	11,811,072.50	14,058,195.30	16,748,021.70	19,957,015.60
IZDATKI ZARADI NABAVE MATERIALA / STORITEV	5,576,896.40	11,067,616.40	13,281,140.40	15,937,368.00	19,112,763.10
IZDATKI ZA VARNOSTO ZALOGO IZDELKOV	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IZDATKI ZA PLAČILO DELOVNIH SREDSTEV	71,184.00	54,720.00	54,720.00	54,720.00	54,720.00
IZDATKI ZA ZAPOSLENE	404,801.70	497,600.10	531,198.90	564,797.70	598,396.50
IZDATKI ZA PLAČILO STORITEV	295,183.20	191,136.00	191,136.00	191,136.00	191,136.00
SALDO DDV - PLAČILO	22,059.60	299,281.00	367,314.30	448,972.40	546,962.10
DAVEK NA DOBIČEK (PORAČUNAN)	22,961.60	216,310.70	282,650.30	362,035.80	458,742.30
Denarni tok iz poslovanja	-413,278.50	766,388.30	1,003,474.20	1,294,931.00	1,662,033.10
Diskontiran denarni tok iz poslovanja	-275,519.00	340,617.02	297,325.69	255,788.84	218,868.56
Končna vrednost podjetja (konec petega leta)					3,757,640.05
Diskontirana končna vrednost podjetja					494,833.26
Kapitalski vložek ustanoviteljev	60,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Načrtovane subvencije države	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Diskontiran denarni tok iz naslova vložkov ustanoviteljev in subvencij	60,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Diskontirana vrednost denarnih tokov pred investicijo	1,391,914.36				
Investicija zunanjega investitorja (poslovni angel):	500,000.00				
Vrednost podjetja po investiciji:	1,891,914.36				
Predlog lastniškega deleža investitorja:	26.4%				