

Oceňování start-upů: přehled přístupů a vliv nové investice na hodnotu start-upu[#]

Michal Novák*

Úvod

Pojem start-up je hojně diskutovaným tématem napříč ekonomickými disciplínami. Na přelomu tisíciletí byl spojován s internetovou horečkou (*the dot-com bubble*). Tyto vznikající technologické firmy jsou základní myšlenkou pojmu „*New Economy*“ (OECD, 2004), který je spojován s nárůstem high-tech a internetových technologií a inovací, které změnily (mění) způsob podnikání. Začínající firmy – start-upy – přitahují obrovské množství investorů předtím, než začnou dosahovat zisku (Atkinson, 2006). Proto poptávka po službách oceňování start-upů je vysoká, protože samotní rizikovní investoři nebo fondy rizikového kapitálu vidí budoucnost v technologii a v nich příležitost zhodnotit peněžní prostředky. Růst začínajících firem je obvykle financován prostřednictvím rizikového kapitálu (*venture capital*, VC), který je doménou financování start-upů. Kromě VC investorů, i zralé společnosti akvizují (financují) start-upy, protože hledají přístup k unikátním znalostem a technologiím (Dushnitsky a Lenox, 2005; Wadhwa a Kotha, 2006), který může zajistit konkurenční výhodu (Porter, 1996).

V současné době oceňovací praxe disponuje propracovanými metodami oceňování veřejného kapitálu (*public equity valuation*), jakýmž jsou zralé společnosti, které mají delší historii finančních dat, méně nejistoty v prognózách a převládají hmotná aktiva nad nehmotnými (Damodaran, 2012, s. 643–644; Halt, Jr. a kol., 2017, s. 205; Koller a kol., 2010, s. 741–742). Naopak ucelený a propracovaný metodický přístup k oceňování rizikového kapitálu (*venture capital valuation*, VCV) zcela vyvinut nebyl. Však to pozvedlo obor oceňování na novou úroveň, protože start-up má krátkou historii a nedostatek "tvrdých" účetních údajů (Hand, 2005; Jenkins, 1994, s. 77). Proto je nezbytné se spoléhat na důkladnou znalost kvalitativních informací (Miloud a kol., 2012). Start-up je často první svého druhu, takže neexistují srovnatelné firmy – "peer group" (Damodaran, 2012, s. 643–644). Investice do start-upů se všeobecně vyznačují vysokým stupněm rizika a vysokou spotřebou finančních prostředků (Sievers a kol., 2013). Vysoké riziko venture investic lze vnímat i z hlediska statistického přežití. Např. společnost Ernst & Young uvádí, že před IPO přežije pouze 30 procent start-upů (Ramsinghani, 2014, s. 366). Kromě toho, je na oceňování rizikového kapitálu nahlíženo jako na téma „zahalené tajemstvím a černou magií“ vzhledem k omezené míře informací v jednotlivých fázích vývoje start-upu (Vetter, 2016). Proto je velmi obtížné doložit, jak je určena hodnota venture investice, zatímco pohled akademiků rozvíjí a prohlubuje metody oceňování veřejného kapitálu.

Znát hodnotu start-upu v rané fázi je zkreslená představa, protože hodnota start-upu může mít jinou hodnotu před čtvrtrokem, půl rokem než dnes. Čím vyšší hodnota je, tím menší majetkový podíl je zakladatel start-upu povinen poskytnout investorovi za nový kapitál (Cumming a Dai, 2011). Jinými slovy, oceňování je zásadní nejen pro zakladatele,

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

* Ing. Michal Novák, doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, VŠE Praha

ale i investory, protože hodnota start-upu rozhoduje o výši majetkového podílu, kterého se zakladatel musí vzdát výměnou za poskytnuté financování – venture investici / VC kapitál. Alokace vlastního kapitálu (*equity*) mezi zakladatele a investory nastává v každém kole financování. Proto je ocenění start-upu stejně nezbytné jako ocenění jeho majetkových podílů (Halt, Jr. a kol., 2017, s. 206). Hodnota start-upu slouží jako podkladové aktivum pro alokaci hodnoty start-upu mezi různé formy cenných papírů a kvůli finančním a daňovým dopadům (Carver, 2012, s. 70; Halt, Jr. a kol., 2017, s. 206). Ocenění může poskytnout jasný obraz o finančním zdraví, perspektivnosti trhu, a zda je investor ochotný investovat do start-upu. V rané fázi bude pravděpodobně hodnota start-upu blízká nule, zejména v důsledku významných budoucích rizik (možného neúspěchu).

Hodnota společnosti je obecně označována EV (*enterprise value*). Cesta od enterprise value k hodnotě vlastního kapitálu (*equity value*) je v podstatě jednoduchá¹, zatímco EV hodnota venture společnosti (start-upu), se mění v průběhu jednání do té doby, než se investor a zakladatel shodne na finálním ocenění – hodnotě (Yang a kol., 2009). Mnoho okolností může ovlivnit jednání. Například vývojová fáze start-upu, tj. přechod z fáze výzkumu a vývoje prototypu do fáze financování spojené s uvedením produktu na trh může znamenat významný milník start-upu (Baum a Silverman, 2004; Burton a kol., 2002; Davila a kol., 2003; Spiegel a kol., 2016). Tento milník je často spojen s významnou venture investicí, kterou lze vnímat jako jasný signál o kvalitě a udržitelnosti start-upu (Bocken, 2015). V podstatě lze říct, že každá významná finanční investice má vliv na hodnotu start-upu (Damodaran, 2009, s. 46) a proto se s přílivem nového kapitálu (*capital infusion*) do rizikových společností (start-upů) objevily nové termíny v souvislosti s oceňováním rizikového kapitálu.

Zainteresované strany v rámci VC transakcí (VC investor, zakladatel, odhadci apod.) by měly disponovat komplexním porozumění faktorů, které ovlivňují oceňování start-upu, a taky samotnými metody oceňování. Oceňování však nelze považovat za exaktní vědní obor a závěry jsou v řadě případů subjektivní. Tento článek navazuje na článek zaměřený na faktory úspěchu tím (Novák, 2021), že ho rozšiřuje a seznamuje čtenáře s novými koncepty hodnoty a přístupy v oblasti oceňování rizikového kapitálu. Hodnota start-upu je chápána v tomto článku jako enterprise value.

Vliv investice na hodnotu start-upu před a po přijetí investice

Příliv nového kapitálu má vliv na hodnotu start-upu (Damodaran, 2009, s. 46). Venture investoři na rozdíl od finančních investorů předpokládají, že start-up nebude generovat budoucí peněžní tok, nicméně by mělo dojít ke kapitálovému (investičnímu) zhodnocení v dalších kolech financování (Carver, 2012, s. 5). To může znamenat, že oceňování start-upů by mělo vycházet z budoucího očekávání příchodu nových investorů a tedy exitu (Carver, 2012, s. 4). V mnoha VC transakcích se na hodnotu start-upu hledí buď na úrovni:

- „pre-money“ (*Pre-Money Valuation, Pre-Money Value*) nebo na úrovni
- „post-money“ (*Post-Money Valuation, Post-Money Value*).

¹ Sečteme hotovost a aktuální cenu všech cenných papírů podniku, odečteme dluh a dostaneme tržní hodnotu vlastního kapitálu složený z cenných papírů.

Pojmy pre-money a post-money se objevily s přílivem nového kapitálu a jedná o nové termíny hodnoty (Damodaran, 2012, s. 646; Korteweg a Sorensen, 2010; Metrick a Yasuda, 2010, s. 149; Sorensen, 2007). Tyto pojmy používají investoři za účelem komunikace se zakladateli a slouží jako východisko při řešení smluvních sporů (Metrick a Yasuda, 2010, s. 318). Jinými slovy, ocenění start-upu (na úrovni pre-money nebo post-money) hraje významnou roli při vyjednávání o výši hodnoty, protože odhad hodnoty v každém dalším kole financování ovlivňuje hodnotu majetkových podílů prvních i posledních investorů a zakladatele(ů). Je nutné poznamenat, že pre-money a post-money ocenění předpokládá, že hodnota všech forem akcií je stejná (Carver, 2012, s. 247).

Post-money hodnota je obdobou tržní kapitalizace u veřejně obchodovaných společností. Například v prvním kole financování za poskytnuté peníze ve výši 500 investor A získá 10% majetkový podíl na start-upu. Post-money ocenění činí 5.000^2 a zakladatel drží 90% majetkový podíl. Prakticky to znamená, že pre-money hodnota před získáním peněz činí 4.500. V druhém kole financování získá start-up 300 od investora B výměnou za 15% podíl na start-upu, proto post-money hodnota poklesla na 2.000^3 . V tomto případě se podíl zakladatele a investora A rozředí o 15 %, které získá investor B. Investor A bude držet podíl ve výši 8,5 %⁴ a zakladatel ve výši 76,5 %⁵. Navíc, v případě investora A dochází k poklesu investice na 170, tudíž dočasně bude vykazovat kapitálovou ztrátu ve výši 330.

$$\text{Post-money hodnota} = \text{pre-money hodnota} + \text{investice (nový kapitál)} \quad (1)$$

$$\text{Post-money hodnota} = \text{investice (nový kapitál)} \div \% \text{ podíl ve start-upu výměnou za investici} \quad (2)$$

Zjednodušeně můžeme říct, že pre-money hodnota ukazuje hodnotu start-upu před zveřejněním nebo přijetím nového kapitálu, zatímco post-money hodnota ukazuje hodnotu po zveřejnění nebo přijetí nového kapitálu (Frykman a Tolleryd, 2012). Druhý příklad, viz Tab. 2, ukazuje hodnotu start-upu ve výši 100 po prvním kole financování, na které se zakladatel a investor shodli. Investor je ochotný investovat do start-upu 25. Teď jsme v situaci, kdy hodnota start-upu na úrovni post-money nebo pre-money se stává předmětem jednání. Dále je nutné si položit zásadní otázku, zda start-up má hodnotu před přílivem nového kapitálu, či nikoliv?

Tab. 1: Vliv pre-money a post-money hodnoty na majetkový podíl

	Pre-money ocenění (hodnota)		Post-money ocenění (hodnota)	
	Hodnota	Majetkový podíl	Hodnota	Majetkový podíl
Zakladatel	100	80 %	75	75 %
Investor	25	20 %	25	25 %
Celkem	125	100 %	100	100 %

Zdroj: vlastní zpracování dle (Miles, 2017)

² Post-money ocenění v prvním kole financování je $5.000 = (1 / 10 \%) * 500.000$

³ Post-money ocenění v druhém kole financování je $2.000 = (1 / 15 \%) * 300.000$

⁴ podíl investora A ve výši 8,5 % = $10 \% * (1 - 15 \%)$

⁵ podíl zakladatele ve výši 76,5 % = $90 \% * (1 - 15 \%)$

Post-money ocenění ve výši 125 je rovno EV hodnotě start-upu (původní plus nově vydané akcie) při ceně za akcii, kterou je investor ochoten za jednu akcii zaplatit. Pre-money ocenění ve výši 100 je rovno EV hodnotě start-upu před vstupem investora, ale při ceně za akcii dohodnutou s investorem.

Následující tabulka shrnuje, které ocenění je důležité a kdy.

Tab. 2: Které ocenění je důležité a kdy?

	Soukromé společnosti	Veřejně obchodovatelné společnosti
Pre-money hodnota	je vždycky důležitá.	je důležitá pro IPO při stanovení počáteční ceny.
Post-money hodnota	je zajímavá, ale není důležitá, protože neexistuje sekundární kapitálový trh. je důležitá, kdy se pre-money ocenění týká přílivu nového kapitálu.	je důležitá, protože se jedná o tržní kapitalizaci.

Zdroj: (Sjogren, 2016)

Kromě toho, zjištěná hodnota nemusí nutně znamenat tržní hodnotu (Metrick a Yasuda, 2010, s. 305–319, 2010, s. 150). To lze vysvětlit tím, že EV hodnota na úrovni pre-money se vyvíjí v čase, a proto není téměř nikdy shodná s pre-money hodnotou z předchozího kola financování, protože očekávaná hodnota vložených peněz v předchozím kole financování je pro investory, zakladatele a zaměstnance nižší než hodnota nově vložených peněz z posledního⁶ kola financování. Jinak řečeno, téměř ve všech případech je pravděpodobné, že nejnovější vydané prioritní akci v posledním kole financování můžou mít vyšší současnou hodnotu v čase t než dříve vydané prioritní akcie v čase $t-1$ (Carver, 2012, s. 45–47).

Pokud to ještě více zjednodušíme, tak poslední kolo financování může znamenat vyšší výnos vložených peněz, který může být ovlivněn složenou kapitálovou strukturou, kratší dobou exitu, lepší vyjednávací silou⁷ nových investorů apod. Například složená kapitálová struktura (*multiple capital structure*) se skládá z nabídky vydaných⁸ akcií a dluhopisů různých forem⁹ s rozdílnou požadovanou mírou návratnosti, což umožňuje některým investorům definovat speciální podmínky (práva), které mohou vést k cenové ochraně (*price protection*), k preferenčnímu výnosu (*preferential return*) a k právu na zpětný odkup (*redemption right*) (Sjogren, 2016). Investoři často využívají speciální podmínky (práva) se zakladateli start-upů, aby zabezpečili svou investici. Tzn., že aby v případě „down round“^{10,11} investorovi zůstala

⁶ například, vydané nejnovější prioritní akcie

⁷ Zakladatel a investor X jsou spokojeni do té doby, než zjistí, že budou potřeba další finance, tj. například dodatečná investice ve výši 1. Investor X není chráněn proti zředení svého majetkového podílu, tak se bude bránit poslednímu kolu financování, protože ocenění start-upu bude nižší (20) než ocenění start-upu (30) v předchozích kolech. Pokud je investor X chráněn, tak bude dodatečné financování zakladatele stát daleko víc než v předchozích kolech, protože se bude muset zakladatel vzdát určité výše svého podílu ve prospěch dodatečné investice od nového investora a investora X (je chráněn vůči zředení svého podílu).

⁸ Vydané akcie (*outstanding shares*) představují všechny akcie veřejné společnosti, které byly schváleny a vydány. Investor, který koupí a drží akcie veřejné společnosti má vlastnická práva ve společnosti.

⁹ Příkladem jsou cenné papíry typu: omezené akcie (*restricted stock*), akciové opce (*stock options*), opční listy (*warrants*) a konvertibilní půjčka/dluh (*convertible debt*).

¹⁰ Kolo financování s nižší hodnotou než v předchozím kole financování.

hodnota investice v té hodnotě, ve které byla při jeho investičním kole. Stejná situace jako u prvního příkladu s tím rozdílem, že investor A si dohodnul zabránění „ředění“ již existujícího podílu (*anti-dilution protection*). Investor B za svou investici ve výši 300 získá 15% podíl na start-upu, proto post-money ocenění v druhém kole financování je 2.000. Aby investor A nevykázal ztrátu z investice 500 z prvního kola financování, tak v rámci druhého kola musí získat 25% podíl¹². To znamená, že po druhém kole financování naroste hodnota majetkového podílu investora A z 10 % na 25 %. Investor B získá 15% podíl. Naopak se zakladateli sníží podíl na 60 %.

Společnosti se složenou kapitálovou strukturou jsou typické pro soukromé společnosti (private equity, venture společnosti, venture fondy), zatímco veřejně obchodované společnosti disponují jednoduchou kapitálovou strukturou se stejnými právy – „jeden za všechny, všichni za jednoho“ (Sjogren, 2016).

Oceňovací přístupy a metody oceňování start-upů

Jak je všeobecně známo, hodnota společnosti vychází ze třech oceňovacích přístupů, které platí pro oceňování jakéhokoli aktiva: výnosový přístup (*income approach*), tržně-porovnávací přístup (*market approach*) a nákladový přístup (*cost approach*) (Mařík et al., 2018, s. 44). Tyto přístupy disponují propracovanými metodami oceňování veřejného kapitálu (*public equity valuation*), jakýmž jsou zralé společnosti (Damodaran, 2012, 2009; Koller a kol., 2010; Leach a Melicher, 2011; Rogers a Makonnen, 2009; Smith a kol., 2011). Oceňování veřejného kapitálu se stanovuje anonymně bez přímého kontaktu s managementem prostřednictvím interakcí velkého počtu investorů, z nichž mnozí mají averzi k riziku, a nemají bohaté či profesionální zkušenosti s investováním. Spoléhají se především na veřejné údaje, potýkají se s informační asymetrií (Hand, 2005) a zaměřují se na generování pozitivního peněžního toku. Obecně (nejen venture) investoři naopak hledí na budoucí peněžní tok v podobě zhodnoceného vloženého kapitálu (Carver, 2012, s. 42). Proto finanční a nefinanční (neúčtní) informace hrají významnou roli při oceňování veřejného kapitálu (Amir a Lev, 1996; Hand, 2007, 2005), zatímco oceňování rizikového kapitálu je ovlivněno změnami budoucích vyhlídek (Gompers a Lerner, 2000). Některé studie mluví o oceňování rizikového kapitálu jako o procesu vyjednávání (Engel a Keilbach, 2007; Gompers a kol., 2010; Heughebaert a Manigart, 2012; Hochberg a kol., 2010; Hsu, 2004; Moghaddam a kol., 2016; Yang a kol., 2009), který představuje dynamický proces změn, při kterém se oceňovací postoj mění v průběhu jednání do té doby než se investor a zakladatel shodne na finálním ocenění (Yang a kol., 2009).

Oceňovací přístupy

Damodaran (2009) uvádí dva přístupy oceňování start-upů. „*Top-Down*“ přístup (přístup založený na trhu) začíná analýzou makroekonomického prostředí, potom odvětvím. Na základě růstu ekonomiky, odvětví a růstu tržeb start-upu za předchozí období lze odhadnout, zda start-up zvýší podíl na trhu a zda tržby porostou v souladu s odvětvím (Leach a Melicher, 2011, s. 203). Podle AICPA (2013) a Carver (2012), tento přístup zahrnuje nejprve stanovení EV hodnoty start-upu a tu použije jako podkladové aktivum pro ocenění

¹¹ Otázkou zůstává, jak naložit s tzv. „*down round*“, který je zpravidla podmíněn názorem o hodnotě start-upu ze strany jednoho investora, který do start-upu vstupuje jako poslední, a to za nových podmínek.

Je možné považovat hodnotu stanovenou posledním investorem za fair value podle IFRS?

¹² podíl investora A ve výši 25 % = 500 / 2.000

cenných papírů. „Bottom-Up“ přístup se soustředí na jednotlivé akcie a neklade důraz na makroekonomické a tržní cykly. Posuzují se mikroekonomické charakteristiky start-upu jako analýza celkového finančního zdraví (finanční výkazy, produktu, poptávka a další indicie) nebo zda má start-up schopnost financovat provoz bez přílivu nového kapitálu. Například unikátní marketingová strategie či organizační struktura může být rozhodující faktor¹³ úspěchu, který může vyvolat zájem o daný start-up.

Na rozdíl od prof. Damodarana, pohled praktiků z venture prostředí uvádí čtyři možné přístupy k oceňování start-upů, a to:

- přístup založený na výnosech,
- přístup založený na trhu,
- přístup založený na nákladech a
- alternativní přístup („*vectoring valuation approach*“) (Beaton, 2010, s. 35-36,46).

Tyto přístupy mohou předvídat hodnotu start-upu ve dvou směrech budoucího očekávaného zisku, a to:

- první směr – hodnota start-upu s přílivem nového kapitálu (post-money hodnota) a
- druhý směr – hodnota start-upu bez kapitálové investice (pre-money hodnota).

V případě extrémního scénáře, kdy start-up bez kapitálu přestane existovat a neexistují žádní investoři, bude budoucí očekávaný zisk nula, což znamená nulovou pre-money hodnotu. V konečném důsledku je velmi těžké určit, jestli hodnota start-upu je před nebo po přijetí nového kapitálu, a proto hodnota start-upu se stává předmětem jednání mezi zakladatelem a poskytovatelem rizikového kapitálu.

Metody oceňování start-upů podle akademiků a praktiků

Tab. 3: Oceňovací přístupy a metody oceňování start-upů podle akademiků a praktiků

Nákladový přístup	Tržní přístup	Výnosový přístup	Alternativní přístup
Účetní hodnota	Metoda srovnatelných podniků	Metoda DCF	Metoda First Chicago
Substanční hodnota	Metoda srovnatelných transakcí	Metoda EVA	Metody VC
Likvidační hodnota	Metoda odvětvových multiplikátorů		Metoda Scorecard
			Metoda Dave Berkus

Zdroj: vlastní zpracování

¹³ blíže viz (Novák, 2021)

Nákladový přístup

Nákladový přístup je založen na analytickém ocenění aktiv a závazků (Fernández, 2007). Je statický a nejméně vhodný přístup, protože nevystihuje budoucí výnosový potenciál start-upu (Oliveira a Zotes, 2018). Hodnota start-upů spočívá v nápadu zakladatele a v jeho následném rozvoji, nikoliv v aktivech, protože start-up má obvykle málo hmotných aktiv a je podkapitalizovaný (Krishna a kol., 2016). Nicméně, tento přístup může sloužit k rozhodování o tom, kolik dodatečného kapitálu start-up potřebuje, aby dosáhl dalšího milníku (Beaton, 2010, s. 40–43).

Tržní přístup

Tržní přístup je založen na reálných hodnotách veřejně obchodovaných společností nebo realizovaných transakcí. Na jednu stranu, tržní data (multiplikátory) jsou dostupná pro zralé společnosti, nikoliv pro start-upy v rané fázi (Damodaran, 2009; Ramsinghani, 2014, s. 264–265). Na druhou stranu, tyto údaje nezohledňují riziko start-upu, protože start-up je často první svého druhu, tudíž nemohou existovat srovnatelné firmy ("peer group") (Damodaran, 2012, s. 643–644).

Výnosový přístup

Výnosový přístup je založen na principu očekávání, tzn., že předvídá hodnotu budoucích finančních toků (tržeb a cash flow), které budou aktiva (podnik) generovat po dobu své životnosti za „normálních okolností“. Podle Carver (2012, s. 4), výnosový přístup nefunguje dobře pro většinu start-upů bez zásadních modifikací, zatímco Beaton (2010, s. 43) uvádí, že by mělo jít o teoreticky nejsprávnější přístup. I když je metoda DCF nejvíce používanou metodou v rámci výnosového přístupu, tak podle Carver (2012, s. 101) nefunguje dobře u většiny VC fondů do té doby, než se start-up stane veřejně obchodovanou společností (IPO, M&A apod.) nebo začne generovat pozitivní cash flow. Například, technologické¹⁴ start-upy v rané fázi financované rizikovým kapitálem jsou zřídka investory oceňovány metodou DCF. Investoři se raději zaměří na „bottom-up“ přístup, kde posuzují mikroekonomické charakteristiky start-upu jako kvalitu týmu, tržní příležitosti, potenciální konkurenční výhoda (Carver, 2012, s. 83).

Autoři Beaton (2010, s. 45–46) a prof. Damodaran (2009, s. 7–11) shledávají hlavní omezení metody DCF při stanovení hodnoty start-upu v:

- prognóze budoucího vývoje a v očekávaném tempu růstu
 - Prognóza budoucího vývoje start-upu závisí na plnění milníků atd. Přístup založený na jednom scénáři není vhodný. Například: Může podnik dosáhnout plánovaných tržeb a nákladů? Může zrealizovat úspěšný produkt a uvést ho na trh? Pokud ne, tak co?
 - Odhad budoucího růstu nelze postavit na předešlém růstu kvůli nedostatku historických informací. Proto odhadci jsou často závislí na odhadu manažerů start-upu, přičemž nejsou schopni posoudit relevantnost odhadu růstu.
 - Nakonec nejde o růst tržeb či zisku, které určují hodnotu, ale o kvalitu růstu vyjádřenou zhodnocením vloženého kapitálu (> náklady kapitálu).

¹⁴ internet, software, hardware

- CF plynoucí ze stávajících aktiv
 - Aktiva start-upu představují tak malý podíl na celkovém kapitálu. I když aktiva mohou mít hodnotu, tak problém je v tom, že účetní závěrka poskytuje málo relevantních historických údajů (finančních a nefinančních).
 - U start-upů v rané fázi většinou výdaje převyšují příjmy. Tyto výdaje časově a věcně souvisí s jiným obdobím, například výdaje spojené s vymezením budoucích zákazníků. Tyto výdaje, respektive náklady, není snadné oddělit od sebe.
- diskontní míře
 - Riziko selhání start-upu je obtížné zachytit v diskontní míře.
 - Většina start-upů není veřejně obchodována, tudíž nelze vypočítat historické ukazatele beta nebo použít úrokové míry z trhu.
 - Financování start-upu představuje vlastní kapitál složený z různých forem cenných papírů. Rozdíly mezi cennými papíry mohou vést k odlišné míře nákladů vlastního kapitálu. Proto je obtížné zachytit v diskontní míře náklady na vlastní kapitál počítaný tradičním způsobem (například CAPM).
- pokračující hodnotě
 - Posoudit všechny předpoklady (tj. dosahování stabilního tempa růstu, rentability, souvisejících rizik), které mají dopad na stabilitu v rané fázi, je velmi obtížné. Mimo to, absence historických informací (finančních a nefinančních) nebo nejasná aktivita konkurentů komplikuje odhad pokračující hodnoty.

Alternativní přístup

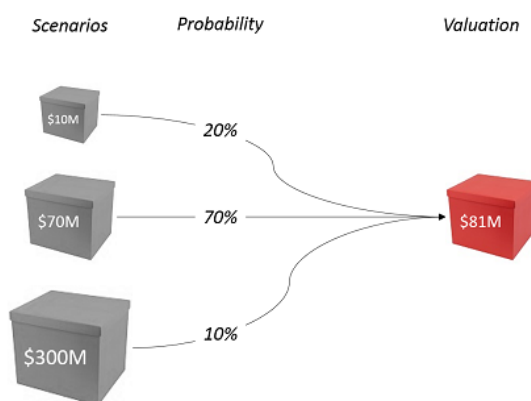
Je třeba mít na paměti, že start-upy mají omezenou historii a jsou závislé na rizikovém kapitálu. Proto je nezbytné získat relevantní informace (finančního a nefinančního charakteru) pro každé ocenění a přistoupit ke správné kontextualizaci obchodního modelu/produktu (Montani a kol., 2018). Čím více informací známe, tím menší míra pochybení při stanovení hodnoty start-upu může nastat (Halt, Jr. a kol., 2017, s. 211; Procházková Taušl, 2011, s. 133). Nedostatek finančních údajů, krátká doba podnikání a vysoká míra nejistoty jsou důvody, proč není vhodné používat tradiční metody (Dehghan-Eshratabad a Albadvi, 2018). Z tohoto důvodu stanovení hodnoty start-upu vyžaduje použití alternativních přístupů na rozdíl od zralých společností (Beaton, 2010; Carver, 2012; Damodaran, 2012, 2009; Koller a kol., 2010). Alternativní přístupy vyžadují lepší pochopení kvalitativních (nefinančních) aspektů start-upu jako je tým, obchodní model, velikost trhu. Tento přístup je hnán faktory¹⁵, které jsou svou povahou subjektivní (Beaton, 2010, s. 46–47). Často tento přístup spoléhá na kvalitativní i kvantitativní informace, ale i na selský rozum a praxi. V průběhu času a potřeb investorů se objevily nové VCV metody:

¹⁵ Například se jedná o: tým, přesvědčivost hodnotové nabídky, duševní vlastnictví, očekávaná doba uvádění na trh, očekávaná cesta ziskovosti, odhadovaná kapitálová náročnost a míra spotřeby peněžních prostředků, volatilita odvětví.

- metoda First Chicago,
- metody VC,
- metoda Scorecard a
- metoda Dave Berkus.

Metoda First Chicago

Obr. 1: Metoda First Chicago



Zdroj: (Nasser, 2016)

Metoda je založena na sestavení tří možných scénářů (Achleitner a Lutz, 2008): „nejlepší odhad“ – (nejvíce pravděpodobná situace), „nejlepší scénář“ – (optimistický) a „nejhorší scénář“ – (pesimistický). Tyto scénáře představující různé úrovně úspěchu podniku, přičemž pro každý scénář se provede vlastní analýza diskontovaného cash flow (Carver, 2012, s. 211). Určí se váhy (pravděpodobnosti) pro každý scénář. Váhy jsou stanoveny dle průzkumu z venture kapitálového prostředí (Abrams, 2010, s. 513).

Metody VC (též jako „*Venture Capital Valuation Approach*“¹⁶ nebo „*Venture Capital Method*“¹⁷)

Autorem je prof. William Sahlman z Harvard Business School. Koncept vychází z názoru, že investice do start-upu se nachází v rané fázi (tj., bez tržeb a zisku) a nejlepší praktikou je vyjít z požadovaného zhodnocení (Payne, 2011a). Podle Halt, Jr. a kol. (2017, s. 212), se VC metody zaměřují na hodnotu k očekávanému budoucímu datu exitu (tj., zpeněžení investice) odhadnutou na základě násobitelů tržeb a zisku, která je diskontována¹⁸ na současnou hodnotu. Carver (2012, s. 98) uvádí, že investoři tuto metodu zřídka používají, protože pro stanovení požadovaného zhodnocení použitím P/E násobitele je nevhodné pro start-upy v rané fázi. Navíc, se mohou významně lišit i mezi podniky ze stejného odvětví, protože akcie v sobě zahrnují hodnotu opcí a stejně tak se projevuje rozdílné zadlužení (Abrams, 2010).

¹⁶ v knize Abrams (2010)

¹⁷ Další příklady výpočtu VC metod v Excelu jsou k dispozici na webové stránce autora Kwok (2012): www.vcmethod.com

¹⁸ Použití vysoké diskontní míry, která vyjadřuje vysokou míru nejistoty.

Metoda Scorecard (Scorecard Valuation Methodology)

Metoda srovnává oceňovaný start-up s podniky ve stejné vývojové fázi, případně ze stejného odvětví. Cílem je určit průměrnou hodnotu za srovnatelné podniky. Ve druhém kroku se oceňovaný start-up porovná s peer group a ohodnotí se podle následujících kritérií:

Tab. 4: Kritéria při hodnocení start-upu při metodě Scorecard

Kritérium	Váha	Hodnocení	Faktor
Síla týmu	30 %	125 %	0,3750
Velikost příležitosti	25 %	150 %	0,3750
Produkt (technologie)	15 %	100 %	1,1500
Konkurenční prostředí	10 %	75 %	1,0750
Marketing, prodejní a distribuční kanály, partnerství	10 %	80 %	0,0800
Potřeba další investice	5 %	100 %	0,0500
Ostatní	5 %	100 %	0,0500
SOUČET	100 %		1,0750

Zdroj: vlastní zpracování podle (Payne, 2011c)

Například konkrétní firma se může pochlubit zkušeným týmem (125 %) a velkou tržní příležitostí (150 %). Naopak produkt (100 %) je na průměrné úrovni jako konkurence. Podnik může dosahovat pozitivního cash flow s jedním kolem financování (100 %). Síla konkurenčního prostředí je vysoká (75 %), ale zpětná vazba zákazníků je velmi pozitivní (ostatní = 100 %). Nicméně podnik se potřebuje zaměřit na vybudování prodejních kanálů a obchodních vztahů (80 %). Na základě hodnocených kritérií je možné spočítat vážený součet hodnotících kritérií. Subjektivní hodnocení faktorů je v souladu s procesem vyhodnocení investiční příležitosti investora ve start-upu. Průměrná hodnota podniků v rámci peer group vyšla například ve výši 2 milionů US dolarů, která se vynásobí váženým součtem hodnotících kritérií ve výši 1,075. Následný výsledek 2,15 milionu US dolarů je odhad hodnoty start-upu. Tato metoda vychází z předpokladu, že dokážeme určit průměrnou hodnotu za skupinu peer group, což může v podmínkách České republiky nastat výjimečně.

Metoda Dave Berkus

Autorem této metody je Dave Berkus¹⁹. Princip je takový, že pre-money hodnota start-upu je založena na detailním hodnocení pěti klíčových faktorů úspěchu. Každý faktor může nabývat hodnot od 0 až do 0,5 mil. US dolarů. Hodnota start-upu pak odpovídá součtu jejich hodnot.

¹⁹ americký venture/angel investor

Tab. 5: Kritéria při hodnocení start-upu při metodě Scorecard

Faktor	Hodnota start-upu
Kvalita týmu	0 až 0,5 mil. \$
Atraktivita nápadu	0 až 0,5 mil. \$
Funkčního prototyp	0 až 0,5 mil. \$
Kvalita manažerů (ředitelů)	0 až 0,5 mil. \$
Uvádění produktu nebo tržby	0 až 0,5 mil. \$
CELKOVÁ „PRE-MONEY“ HODNOTA START-UPU	0 až 2,5 mil. \$

Zdroj: vlastní zpracování podle (Payne, 2011b)

Metoda je dobře použitelná, ale nebere v potaz intenzitu konkurence, duševní vlastnictví a velikost příležitosti (Payne, 2011b). Autor předpokládá maximální možnou pre-money hodnotu start-upu ve výši 2,5 mil. US dolarů, přičemž doporučuje, aby si případný investor pro každé kritérium určil meze, které firma musí splnit. Může se jednat například o zpětnou vazbu od zákazníků apod.

Závěr

Znát hodnotu start-upu v rané fázi je velice zkreslená představa, protože hodnota start-upu může mít jinou hodnotu před čtvrtrohem, půl rokem než dnes, protože příliv nového kapitálu ovlivňuje EV hodnotu start-upu. V rámci VC transakcí se objevily nové koncepty hodnoty start-upu. Pre-money hodnota ukazuje hodnotu start-upu před přijetím nového kapitálu, zatímco post-money hodnota ukazuje hodnotu start-upu po přijetí nového kapitálu. Přístupy k oceňování rizikového kapitálu jsou principálně stejné jako u oceňování zralých společností. Čtyři přístupy k oceňování rizikového kapitálu mohou předvídat hodnotu start-upu ve dvou směrech budoucího očekávaného zisku, a to první směr – post-money hodnota start-upu včetně nového kapitálu a druhý směr – pre-money hodnota start-upu bez kapitálové investice. V případě extrémního scénáře, kdy start-up přestane existovat z důvodu žádného kapitálu, protože nejsou žádní poskytovatelé rizikového kapitálu, bude očekávaný zisk nula, což znamená nulovou pre-money hodnotu start-upu. V konečném důsledku je velmi těžké určit, zda EV hodnota start-upu se nachází před nebo po přijetí nového kapitálu, a proto oceňování start-upů se stává předmětem jednání mezi zakladatelem a poskytovatelem rizikového kapitálu, protože záleží, do jaké míry ovlivňuje příliv nového kapitálu EV hodnotu start-upu, případně má vliv na jeho budoucí exit. Podle názoru autora je potřeba přístupy kombinovat s ohledem na fakt, že oceňování start-upů často závisí na dostupnosti relevantních informací. Jak bylo v úvodu řečeno, oceňování rizikového kapitálu je o stanovení hodnoty o „x“ neznámých z důvodu omezené míry dostupnosti informací v jednotlivých fázích vývoje start-upu. Proto další výzkumy na přístupy a metody jsou vítány nejen akademiky, ale i praktiky.

Literatura

- [1] Abrams, J.B., 2010. Quantitative Business Valuation: A Mathematical Approach for Today's Professionals, 2. ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [2] Achleitner, A.-K., Lutz, E., 2008. First Chicago Method: Alternative Approach to Valuing Innovative Start-Ups in the Context of Venture Capital Financing Rounds (First-Chicago-Methode – Alternativer Ansatz zur Bewertung von innovativen Unternehmensgründungen bei Venture-Capital-Finanzierungen). Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP) 57, 333–347.
- [3] AICPA, 2013. Accounting and Valuation Guide: Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation. John Wiley & Sons, New York.
- [4] Amir, E., Lev, B., 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. Journal of accounting and economics 22, 3–30. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- [5] Atkinson, R.D., 2006. Is the next economy taking shape? Issues in Science and Technology 22, 62–68.
- [6] Baum, J.A.C., Silverman, B.S., 2004. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. Journal of Business Venturing 19, 411–436. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00038-7)
- [7] Beaton, N.J., 2010. Valuing early stage and venture backed companies, 1st ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [8] Bocken, N.M.P., 2015. Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? Journal of Cleaner Production 108, Part A, 647–658. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.079>
- [9] Burton, M.D., Sørensen, J.B., Beckman, C.M., 2002. 7. Coming from good stock: Career histories and new venture formation, in: Lounsbury, M., Ventresca, M.J. (Eds.), Social Structure and Organizations Revisited, Research in the Sociology of Organizations. Emerald Group Publishing Limited, pp. 229–262. [https://doi.org/10.1016/S0733-558X\(02\)19007-0](https://doi.org/10.1016/S0733-558X(02)19007-0)
- [10] Carver, L., 2012. Venture Capital Valuation: Case Studies and Methodology, 1st ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [11] Cumming, D., Dai, N., 2011. Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms. Journal of Empirical Finance 18, 2–15. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.09.002>
- [12] Damodaran, A., 2012. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [13] Damodaran, A., 2009. Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. SSRN Journal 67.
- [14] Davila, A., Foster, G., Gupta, M., 2003. Venture capital financing and the growth of startup firms. Journal of Business Venturing 18, 689–708. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00127-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00127-1)

- [15] Dehghan-Eshratabad, M., Albadvi, A. and, 2018. Applying real option approach for startup valuation by venture capitalists in first round of financing. *Management Research in Iran* 22, 1–27.
- [16] Dushnitsky, G., Lenox, M.J., 2005. When the Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures?: Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates. *Research Policy* 34, 615–639. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.01.017>
- [17] Engel, D., Keilbach, M., 2007. Firm-level implications of early stage venture capital investment — An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance* 14, 150–167. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2006.03.004>
- [18] Fernández, P., 2007. Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations. *IESE Business School* 449, 1–33. [https://doi.org/Fernandez, Pablo, Company Valuation Methods \(May 21, 2019\). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=274973 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973](https://doi.org/Fernandez, Pablo, Company Valuation Methods (May 21, 2019). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=274973 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973)
- [19] Frykman, D., Tolleryd, J., 2012. *Financial Times Guide to Corporate Valuation*, 2nd ed. Pearson UK, London.
- [20] Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., Scharfstein, D., 2010. Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics* 96, 18–32. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.001>
- [21] Gompers, P., Lerner, J., 2000. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation. *Journal of financial economics* 55, 281–325. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00052-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00052-5)
- [22] Halt, Jr., G.B., Donch, Jr., J.C., Stiles, A.R., Fesnak, R., 2017. *Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups*, 1st ed. Springer International Publishing, New York.
- [23] Hand, J.R., 2007. Determinants of the round-to-round returns to pre-IPO venture capital investments in US biotechnology companies. *Journal of Business Venturing* 22, 1–28. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.09.004>
- [24] Hand, J.R., 2005. The value relevance of financial statements in the venture capital market. *The Accounting Review* 80, 613–648. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.613>
- [25] Heughebaert, A., Manigart, S., 2012. Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power. *Journal of Business Finance & Accounting* 39, 500–530. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02284.x>
- [26] Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A., Lu, Y., 2010. Networking as a barrier to entry and the competitive supply of venture capital. *The Journal of Finance* 65, 829–859. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01554.x>
- [27] Hsu, D.H., 2004. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *The Journal of Finance* 59, 1805–1844. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x>
- [28] Jenkins, E., 1994. An Information Highway in Need of Capital Improvements. *Journal of Accountancy* 177, 77–82.
- [29] Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [30] Korteweg, A., Sorensen, M., 2010. Risk and Return Characteristics of Venture Capital-Backed Entrepreneurial Companies. *The Review of Financial Studies* 23, 3738–3772. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq050>

- [31] Krishna, A., Agrawal, A., Choudhary, A., 2016. Predicting the Outcome of Startups: Less Failure, More Success, in: 16th IEEE International Conference on Data Mining Workshops, ICDMW 2016. Presented at the IEEE International Conference on Data Mining Workshops, ICDMW, IEEE Computer Society, Barcelona, pp. 798–805. <https://doi.org/10.1109/ICDMW.2016.0118>
- [32] Kwok, S., 2012. The Venture Capital Method [WWW Document]. Venture Capital Method. URL <http://www.vcmethod.com/> (accessed 6.18.18).
- [33] Leach, J.C., Melicher, R.W., 2011. Entrepreneurial Finance, 4th ed. Cengage Learning, Mason.
- [34] Mařík, M., Maříková, P., Čada, K., Rýdlová, B., Rajl, J., Dušek, D., 2018. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy, 4th ed. Ekopress, Praha.
- [35] Metrick, A., Yasuda, A., 2010. Venture Capital and the Finance of Innovation, 2nd ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [36] Miles, B., 2017. #BreakIntoVC: How to Break Into Venture Capital and Think Like an Investor Whether You're a Student, Entrepreneur or Working Professional, 1st ed, Venture Capital Guidebook (Book 1). CreateSpace Independent Publishing Platform, North Charleston.
- [37] Miloud, T., Aspelund, A., Cabrol, M., 2012. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. Venture Capital 14, 151–174. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.667907>
- [38] Moghaddam, K., Bosse, D.A., Provance, M., 2016. Strategic Alliances of Entrepreneurial Firms: Value Enhancing Then Value Destroying. Strategic Entrepreneurship Journal 10, 153–168. <https://doi.org/10.1002/sej.1221>
- [39] Montani, D., Perrini, F., Gervasio, D., Pulcini, A., 2018. The Importance of “Contextualisation” in Small and Medium-Sized Firms Valuation: Evidences from an Italian Case Study. International Journal of Biometrics 13, 70–84. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n1p70>
- [40] Nasser, S., 2016. Valuation For Startups – 9 Methods Explained. The PARISOMA Review. URL <https://medium.com/parisoma-blog/valuation-for-startups-9-methods-explained-53771c86590e> (accessed 6.18.18).
- [41] Novák, M., 2021. Přehled tří směrů výzkumu, jak posoudit budoucí úspěch IT start-upu v rané fázi vývoje. Oceňování 14, 59–80.
- [42] OECD, 2004. New Economy [WWW Document]. OECD. URL <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6267> (accessed 4.9.18).
- [43] Oliveira, F., Zotes, L., 2018. Valuation methodologies for business startups: a bibliographical study and survey. Brazilian Journal of Operations & Production Management 15, 96–111. <https://doi.org/10.14488/BJOPM.2018.v15.n1.a9>
- [44] Payne, B., 2011a. Valuations 101: The Venture Capital Method [WWW Document]. The Gust Blog. URL <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/> (accessed 6.18.18).
- [45] Payne, B., 2011c. Valuations 101: Scorecard Valuation Methodology [WWW Document]. The Gust Blog. URL <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/> (accessed 6.18.18).

- [46] Payne, B., 2011b. Valuations 101: The Dave Berkus Method [WWW Document]. The Gust Blog. URL <http://blog.gust.com/248/> (accessed 6.18.18).
- [47] Porter, M.E., 1996. What is strategy? *Harvard Business Review* 74, 61–78.
- [48] Procházková Taušl, P., 2011. Podnikatelský inkubátor jako nástroj podpory malého a středního podnikání (PhD Thesis). Západočeská univerzita v Plzni, Plzeň.
- [49] Ramsinghani, M., 2014. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, 2nd ed. John Wiley & Sons, New Jersey.
- [50] Rogers, S., Makonnen, R., 2009. *Entrepreneurial finance: Finance and business strategies for the serious entrepreneur*, 2nd ed. McGraw-Hill, New York.
- [51] Sievers, S., Mokwa, C.F., Keienburg, G., 2013. The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms. *European Accounting Review* 22, 467–511. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1449740>
- [52] Sjogren, K., 2016. Pre-Money Valuation: How to Calculate It.
- [53] Smith, J., Smith, R.L., Smith, R., Bliss, R., 2011. *Entrepreneurial finance: strategy, valuation, and deal structure*, 1st ed. Stanford University Press, Stanford.
- [54] Sorensen, M., 2007. How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *The Journal of Finance* 62, 2725–2762. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01291.x>
- [55] Spiegel, O., Abbassi, P., Zylka, M.P., Schlagwein, D., Fischbach, K., Schoder, D., 2016. Business model development, founders' social capital and the success of early stage internet start-ups: a mixed-method study. *Information Systems Journal* 26, 421–449. <https://doi.org/10.1111/isj.12073>
- [56] Vetter, M., 2016. A Real-Time Valuation Application For Startups & Exit-Seekers [WWW Document]. Forbes. URL <https://www.forbes.com/sites/moiravetter/2016/08/22/a-real-time-valuation-application-for-startups-exit-seekers/> (accessed 5.28.18).
- [57] Wadhwa, A., Kotha, S., 2006. Knowledge creation through external venturing: Evidence from the telecommunications equipment manufacturing industry. *Academy of Management Journal* 49, 819–835.
- [58] Yang, Y., Narayanan, V.K., Zahra, S., 2009. Developing the selection and valuation capabilities through learning: The case of corporate venture capital. *Journal of Business Venturing* 24, 261–273. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.001>.

Oceňování start-upů: přehled přístupů a vliv nové investice na hodnotu start-upu

Michal Novák

ABSTRAKT

Tento článek popisuje přístupy a metody oceňování rizikového kapitálu, respektive oceňování start-upů. V rámci VC transakcí se objevily nové koncepty hodnoty start-upu. Pre-money hodnota ukazuje hodnotu start-upu před přijetím nového kapitálu, zatímco post-money hodnota ukazuje hodnotu start-upu po přijetí nového kapitálu. Přístupy k oceňování rizikového kapitálu jsou principálně stejné jako u oceňování zralých společností. Čtyři přístupy k oceňování rizikového kapitálu mohou předvídat hodnotu start-upu ve dvou směrech očekávaného zisku, a to první směr – post-money hodnota start-upu včetně nového kapitálu a druhý směr – pre-money hodnota start-upu bez kapitálové investice. V případě extrémního scénáře, kdy start-up přestane bez kapitálu existovat, protože nejsou žádní poskytovatelé rizikového kapitálu, bude očekávaný zisk nula, což znamená nulovou pre-money hodnotu start-upu. V konečném důsledku je velmi těžké určit, zda hodnota start-upu se nachází před nebo po přijetí nového kapitálu, a proto oceňování start-upů se stává předmětem procesu vyjednávání mezi zakladatelem a poskytovatelem rizikového kapitálu, protože záleží, do jaké míry ovlivňuje příliv nového kapitálu EV hodnotu start-upu, případně má vliv na jeho budoucí exit.

Klíčová slova: Start-up; rizikový kapitál; VC; oceňování rizikového kapitálu; VCV; oceňovací přístupy; příliv kapitálu; pre-money hodnota; post-money hodnota.

Start-up valuation: an overview of valuation approaches and the effect of a new capital infusion on an enterprise value of a start-up

ABSTRACT

This article describes approaches and methods related to venture capital valuation namely, start-up valuation. New venture value concepts have emerged within venture transactions. The pre-money valuation shows the value of the start-up before new capital infusion, while the post-money valuation shows the value of the start-up including a new capital infusion. Approaches of venture capital valuation (VCV) are, in principle, coincident with approaches of public equity valuation. Four approaches of VCV can predict the start-up value in two directions of future expected earnings, the first direction – post-money value including a new capital infusion and the second direction – pre-money value excluding capital investment/infusion. In the extreme scenario where a start-up without capital infusion ceases to exist because there are no venture capital providers, the expected profit will be zero, which means zero pre-money valuation. Ultimately, it is very difficult to determine whether the start-up value is before or after the new capital infusion and, thus, the start-up valuation becomes a matter of negotiation process between the founder and the venture investor as it depends on a new capital infusion, to what extent, it affects the enterprise value of a start-up or it has an impact on its future exit.

Key words: Start-up; venture capital; VC; venture capital valuation; VCV; valuation approaches; capital infusion; pre-money valuation; post-money valuation.

JEL classification: G24, G30, M13