VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

katedra manažerského účetnictví

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2019 Bc. Michal Obložinský

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

katedra manažerského účetnictví



Financovanie vybraného subjektu prostredníctvom Venture Capital

Autor diplomové práce:	Bc. Michal Obložinský
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D.
Rok obhajoby:	2019

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Financovanie vybraného subjektu prostredníctvom Venture Capital“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne 10.10.19

.....

Michal Obložinský

Poděkování

Velice rád bych touto cestou poděkoval p. Ing. Barbore Rýdlové, Ph.D. za vstřícný přístup, trpělivost a výraznou pomoc při zpracování diplomové práce

Abstrakt

Diplomová práce je zaměřena hlavně na specifika, které se vyskytují v rámci oceňování investičních příležitosti v oblasti Venture Capital. Práce se na základě reálné firmy snaží ukázat, jak se může potenciální investor dívat na ocenění firmy, která nemá žádnou finanční historii a její hodnotu generuje výhradně budoucí růst. Hlavní zaměření je na ocenění společnosti metodou Venture přístupu. Práce ukazuje, které proměnné vstupují do ocenění vybrané společnosti. Výsledkem je provedení čtenáře procesem ocenění mladé začínající společnosti a ukázání na specifika, která takové ocenění ze sebou nese. Práce zároveň může poskytnout základní rámcově ocenění pro vedení společnosti a pomoci v případném procesu hledání nového investora.

Klíčová slova

Venture Capital, Private Equity, Startup, Ocenění, Investice

Abstract

The diploma thesis is mainly focused on the specifics that occur within the valuation of investment opportunities in the Venture Capital area. Based on a real company, the thesis tries to show how a potential investor can look at the valuation of a company that has no financial history and its value is created only through future growth. The main focus is on the valuation of the company using the Venture Capital approach and the work shows which variables enter to the valuation of the selected company. As a result, the reader is guided through the process of valuation of young start-up company and pointing to the specifics that valuation of young company entails . For the management of the company this diploma thesis could also provide a basic framework for valuation and help in the possible process of finding a new investor.

Key Words

Venture Capital, Private Equity, Startup, Valuation, Investments

Obsah

Úvod 1

1 Investovanie prostredníctvom Venture Capital a jeho špecifiká 3

1.1 Vývoj a vplyv Venture capital 3

1.2 Pojem Venture Capital a jeho delenie 4

1.3 Životný cyklus firmy 9

1.4 Venture Capital – Investičný proces 13

2 Metódy ocenenia vo Venture Capital 17

2.1 Venture prístup 19

2.2 Top – Down prístup 23

2.3 Bottom - Up prístup 25

2.4 Požadované zhodnotenie investície 27

3 Charakteristika vybraného subjektu 36

3.1 Opis spoločnosti a jej produkt 36

3.2 Business Model 37

3.3 Životná fáza firmy 39

3.4 Potenciálne zdroje príjmov spoločnosti 42

4 Analýza trhu 45

4.1 Podobné investície 45

4.2 Veľkosti trhu 49

4.2.1 Analýza trhu reštauračných zariadení 50

4.2.2 Analýza trhu potenciálnych užívateľov aplikácie 58

5 Prognóza tržieb a ocenenie 61

5.1 Slovensko – odhad tržieb 62

5.2 Česká republika – odhad tržieb 71

5.3 Nutná výška investície 75
5.4 Určenie násobkov k oceneniu 78
5.5 Ocenenie – Venture prístup 82
5.6 Vymedzenie investora 86
Záver 88
Literatura 90
Zoznam obrázkov a tabuliek 91

Úvod

Novo vznikajúce a mladé inovatívne spoločnosti majú veľký potenciál v dnešnom rýchlo sa meniacom svete priniesť zmenu, alebo zvýšenú efektivitu celého systému v obore, v ktorom podnikajú. Takáto zmena prinesie pre spoločnosť, v ktorej sa to podarí veľký ekonomický benefit, ktorý prirodzene láka nie len mladých podnikateľov ale aj investorov. Nakoľko však investovanie do nových firiem má veľké špecifiká, vznikla forma investovania známa pod pojmom Venture Capital. Tým, že investovanie touto formou má svoje zásadné špecifiká, je nutné aby investor k tejto forme investícií a ocenenia pristupoval s využitím nových alebo upravených metód oceňovania.

Cieľom našej práce je preto priblížiť postupy a metódy ocenenia pre novo vzniknutú spoločnosť, aplikovať metódy ocenenia na ocenenie skutočnej firmy XY a následne identifikovať vhodný typ investora pre nami oceňovanú firmu. Výsledné ocenenie môže byť prospešné aj pre vedenie spoločnosti XY ako rámcové ocenenie v prípade vyjednávania o ďalšom kole investovania.

Sledovaná spoločnosť XY pôsobí v oblasti mobilných aplikácií a lojalitných programov s hlavným zameraním pre reštauračné zariadenia. Hlavným produktom firmy je mobilná aplikácia, pomocou ktorej môže užívateľ zbierať vernostné body vo svojich obľúbených podnikoch a po získaní určitého počtu bodov dostať od podniku odmenu. Firma vďaka mobilnej aplikácií prináša modernizáciu a technológiu 21. storočia do oblasti vernostných bodov.

V teoretickej časti práce sa najskôr zameriame na definíciu Venture Capital a spôsob, akým je možné vytvoriť ocenenie novo vzniknutej spoločnosti, ktorá v súčasnej dobe nedosahuje takmer žiadne tržby a nemá finančnú históriu. Ukážeme si konkrétne metódy ocenenia, ktoré je možné pri ocenení mladej novo vzniknutej spoločnosti využiť a taktiež aj výhody a nevýhody jednotlivých metód. Zároveň popíšeme typy investorov, ktorých môže spoločnosť nájsť na trhu, aby sme boli v neskoršej fáze schopní odporučiť vhodný typ investora pre nami sledovanú firmu.

V ďalšej časti práce si postupne prejdeme opis firmy, identifikáciu možných kanálov cez ktoré spoločnosť môže generovať tržby a určíme si veľkosť trhu na ktorom firma pôsobí. Po zistení veľkosti trhu a definovaní business modelu firmy vytvoríme odhad tržieb spoločnosti na nasledujúce obdobie. Aby sme potvrdili business model spoločnosti XY, pozrieme sa aj na úspešnosť podobných firiem v zahraničí a transakcie s podobnými firmami na zahraničných trhoch.

Ocenenie spoločnosti prebehne metódou Venture prístupu, podporené metódou bottop up a top down podľa profesora Damodarana. Údaje ocenenia budú získane na základe prepočtov a definícií v predchádzajúcich častiach práce. Po ocenení určíme, či spoločnosť je spôsobilá na hľadanie investora a identifikujeme, aký typ investora je pre spoločnosť vhodný.

1 Investovanie prostredníctvom Venture Capital a jeho špecifiká

1.1 Vývoj a vplyv Venture capital

Venture Capital patrí medzi pomerne nové metódy investovania, či už na našom alebo zahraničnom trhu. Aj napriek tomu, že sa jedná o najmladšiu formu investovania, môžeme Venture Capital považovať za dôležitý segment investícií, ktoré podporujú hlavne nové, inovatívne a rýchlo rastúce spoločnosti. Keď sa pozrieme do histórie Venture Capital, tak prvé fondy zameriavajúce sa na rizikové a rastúce investície začali vznikať približne v 50tych rokoch minulého storočia v USA. Prvú veľkú éru zažil rizikový kapitál v 80tych rokoch, v období vzniku dnešných technologických gigantov, ako je IBM, Microsoft, alebo Apple. Z nášho pohľadu však najväčší boom pre rizikový kapitál prišiel na prelome tisícročí a bol spojený so vznikom internetu a následne aj Dot.com bubliny v roku 2000. Aj keď rok 2000 bol spojený s krachom niekoľkých veľkých internetových hráčov vidíme, že v tomto období zároveň vzniklo niekoľko firiem, ktoré dnes patria medzi najväčšie firmy na svete. Takýmito firmami je napríklad Google, Amazon, eBay alebo čínska Alibaba. Ak by sme sa pokúsili pozrieť na prítomnosť a do budúcnosti, tak vidíme ďalší rozmach rizikového kapitálu. Tento rozmach je opäť ťahaný technologickými inováciami, vďaka ktorým sa na trhu otvárajú nové segmenty a možnosti ako je napríklad zdieľaná ekonomika, Internet of things, P2P platformy, Blockchain, Umelá inteligencia a mnoho ďalšieho. Samozrejme, okrem nových segmentov vidíme aj obrovský nárast príležitostí v pomerne zavedených oblastiach ako je E-commerce alebo Mobile. Znovu, ak sa pozrieme na firmy, ktoré vznikli, tak vidíme niekoľko miliardových spoločností, ktoré dosahujú miliardové tržby aj napriek tomu, že vznikli pomerne nedávno. Ako príklad uvedieme AirBnB, Uber alebo Spotify.

Vo vyššie popísanom texte sme spomenuli niekoľko celosvetovo známych firiem, ktoré dnes dokopy generujú stovky miliárd dolárov na tržbách a vytvorili desiatky dolárových miliardárov. Pri pohľade na všetky spomenuté firmy však vidíme jednu spoločnú vec a tou je ich napojenie na oblasť Venture Capital. V podstate každá

spomenutá firma, v istej fáze svojho rastu, využila rastový kapitál a získala investíciu, ktorú by sme mohli zaradiť do oblasti Venture Capital.

Pri pohľade na Venture Capital nesmieme zabúdať ešte na jednu veľmi dôležitú vec, ktorú väčšina investorov rizikového kapitálu ponúka svojím portfóliovým spoločnostiam a tou je mentoring a pomoc so smerovaním businessu. Nakoľko veľká časť dnešných technologických gigantov bola založená mladými ľuďmi, ktorí v dobe založenia spoločnosti boli bez väčších skúseností a finančných prostriedkov, môžeme predpokladať, že bez rizikového kapitálu by dnes značná časť lídrov trhu buď neexistovala alebo minimálne nedosiahla svojho plného potenciálu. Tento predpoklad iba viac vyzdvihuje význam Venture Capital.

1.2 Pojem Venture Capital a jeho delenie

Ak by sme chceli pojem Venture Capital presne definovať narážame na určitý problém spojený s jasnou definíciou. Samotná definícia Venture Capital sa líši v závislosti na regióne, v ktorom sa nachádzame. V USA je pojem Venture Capital braný ako istá podskupina Private Equity, kde pod pojmom Venture Capital sa rozumejú skôr menšie investície do začínajúcich a rastúcich firiem. Prive Equity sa na druhej strane v USA rozumejú investície vo vyšších desiatkach ,alebo stovkách miliónov dolárov do firiem s históriou, generujúce pravidelné tržby. Oproti tomu v Európe sú pojmy Venture Capital a Private Equity brané ako synonymá ako uvádza profesorka Kislingerová. Z nášho pohľadu je v tomto prípade americký pohľad Venture Capital lepší, nakoľko investičná prax v ČR sa prikláňa viac k americkému poňatiu pojmu Venture Capital a Private Equity.

Podľa profesorky Kislingerovej (2008) je charakteristickým rysom rizikového kapitálu vstup do základného kapitálu spoločnosti, čím sa investor spája s firmou a jej úspechmi a neúspechmi. Zároveň sa vytvára situácia, kedy investor môže profitovať len v prípade, že bude profitovať aj zakladateľ projektu a realizátor myšlienky. Profesorka Kizlingerová na základe publikácie Guide to Venture Capital in UK and

Europe rozdeľuje 4 investičné fázy podniku, ktoré vychádzajú zo životného cyklu firmy:

Pred štartovné financovanie (seed capital)

Najviac rizikový typ investovania, pri ktorom investor investuje v podstate len do myšlienky a podnikateľského zámeru podnikateľa. Môže sa napríklad jednať o investície do vývoja, výskumu, patentu a podobne. Táto forma investovania s najvyšším rizikom prináša aj možnosť najväčšieho zhodnotenia investície. Klasickými investormi sú takzvaní FFF (friends, family and fools) alebo Business Angels, ktorých si popíšeme v ďalších častiach práce.

Štartovný kapitál (start capital)

Investície do začínajúcich firiem, ktoré už majú pripravený produkt, vymedzený trh a určené vedenie spoločnosti. Jedná sa stále o veľmi rizikovú formu investície s vysokým potenciálom zhodnotenia. Investičný cyklus je v závislosti od typu firmy spravidla v rozmedzí 5 až 10 rokov. V tej fáze je najčastejšou formou investora Business Angels a záujem začínajú prejavovať fondy rizikového a rozvojového kapitálu

Rozvojové financovanie (expansion capital)

Investície pre firmy, ktoré sú už z časti overené trhom, na trhu pôsobia a generujú tržby s ďalším potenciálom značného rastu. Nakoľko však firmy v tejto fáze ešte nedosahujú zisk a nemajú dostatočnú históriu a schopnosť ručenia získanie úveru je pre nich problematické. Z toho dôvodu je pre nich investovanie prostredníctvom rizikového kapitálu vhodnou formou investície. O firmy v tejto fáze prejavujú vysoký záujem fondy rizikového a rozvojového kapitálu. Investičný cyklus v závislosti od typu firmy môže byť 4 až 7 rokov

Fáza neskorého vývoja (later stage)

Investície do pomerne zavedených firiem na ich ďalšiu expanziu – vydanie nového produktu, expanzia na zahraničné trhy a podobne. Hlavným investorom v tejto fáze je fond rizikového a rozvojového kapitálu. Investičný cyklus v tejto fáze investovania sa zvyčajne pohybuje medzi 2 až 5 rokov. Nakoľko sa firma nachádza už v relatívne zavedenej životnej fáze tak riziko investície je zo všetkých spomenutých oblastí najnižšie, no zároveň klesá potenciálna výška zhodnotenia.

Ďalším z nášho pohľadu zaujímavým pohľadom na Venture Capital je pohľad uvedený v analýze fondov rizikového kapitálu s účasťou súkromných a verejných finančných prostriedkov autorov Michala Pazoura a Davida Mareka, ktorí definujú Venture Capital ako alternatívny zdroj financovania inovatívnych projektov s potenciálom rýchleho rastu. Rovnako ako pani profesorka Kislingerová autori označujú za rizikový kapitál investície, kde investor získava podiel na spoločnosti a základnom kapitále. Autori aj priamo uvádzajú, že okrem poskytnutia finančných prostriedkov poskytujú investori aj strategickú a personálnu pomoc pri riadení a rozvoji firmy.

Autori okrem 4 fázy, ktoré uvádza profesorka Kislingerová uvádzajú aj ďalšie 3 formy investícií, ktoré sa síce pri našej definícií skôr približujú k Private Equity ale aj napriek tomu ich považujeme za vhodné uviesť:

Financovanie odkupov (replacement capital)

Investície formou financovania odkupu existujúcich podielov na podniku, alebo formou investície pre refinancovanie bankových úverov

Záchranné financovanie (Replacement capital

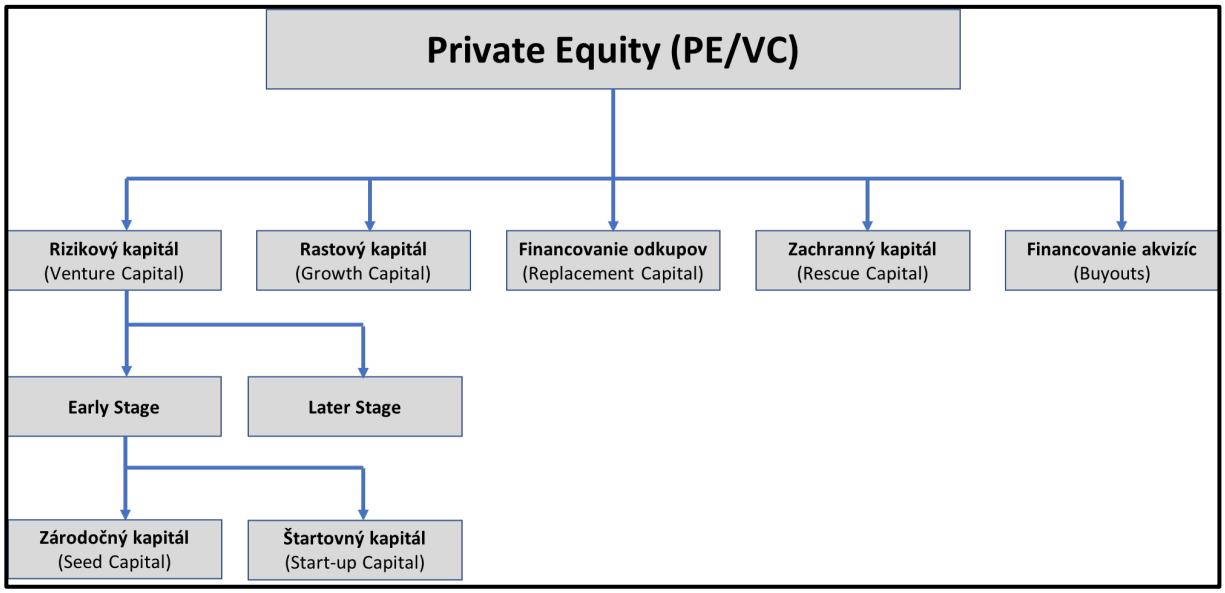
Financovanie podnikov, ktoré napríklad v dôsledku straty trhu, poklesu odbytu alebo aj napríklad zlého finančného sa riadenia dostali do finančných problémov. Účelom záchranného financovania je znova navrátiť firme finančnú stabilitu.

Financovanie akvizícií (buyouts)

Predstavuje financovanie, pomocou ktorého firma preberá vlastnícke podiely pasívnych akcionárov, v záujem manažmentu navýšiť svoje majetkové podiely vo firme

Vyššie popísané spôsoby financovania prehľadne zobrazuje Obrázok 1.2.1 – Použitá klasifikácia Private Equity a Venture Capital.

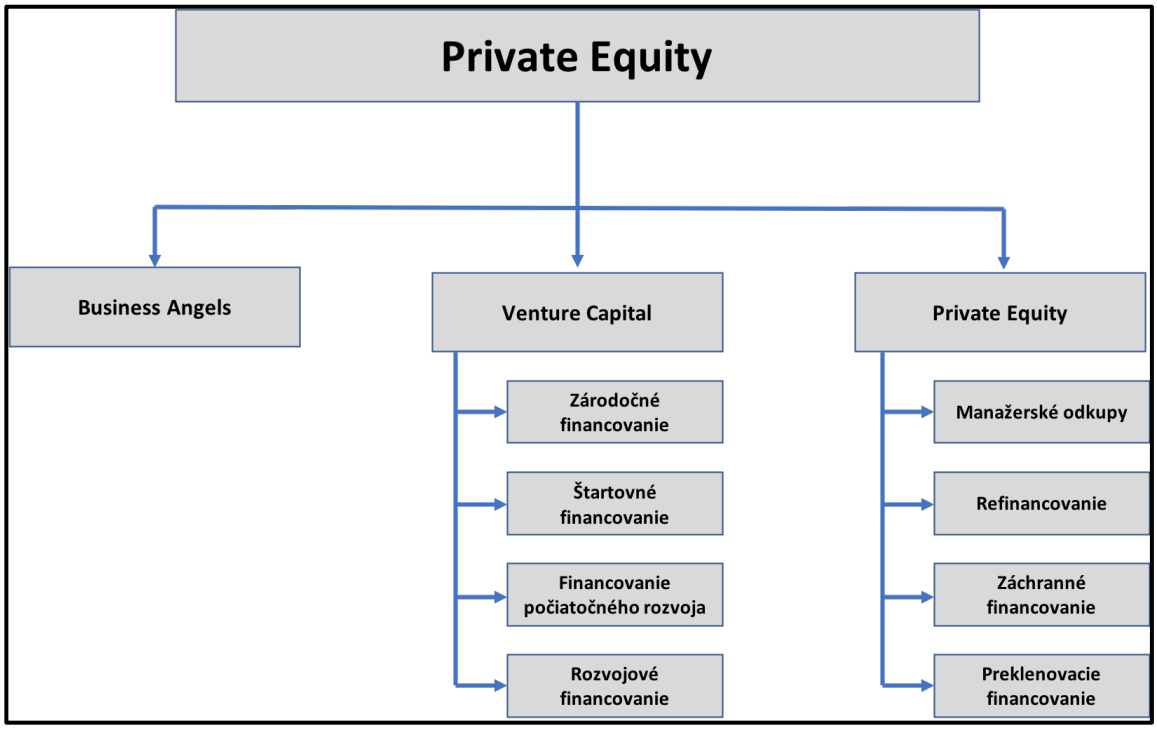
Obrázok 1.2.1 – Klasifikácia Private Equity a Venture Capital



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe (NÝVLTOVÁ, Romana (2007))

Nakoľko sa budeme v našej práci zameriavať hlavne na investovanie do nových inovatívnych spoločností, tak z nášho pohľadu je relevantná hlavne ľavá strana obrázku 1.2.1 – Klasifikácia Private Equity a Venture Capital. K tomu aby sme dokázali lepšie pochopiť členenie Venture Capital a Private Equity si môžeme ukázať jedno grafické členenie, ktoré uvádzajú autori Nyvltová a Režňáková (2007). Ich rozdelenie môžeme vidieť na obrázku 1.2.2 – Delenie Private Equity a Venture Capital

Obrázok 2.2.2 – Delenie Private Equity a Venture Capital



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe (NÝVLTOVÁ, Romana (2007))

Pri pohľade na obrázok vidíme jasné delenie podskupín Venture Capital a Private Equity. Ako sme už spomínali, pre potreby našej práce sú najviac relevantné oblasti financovania spadajúce pod Venture Capital. Okrem podskupín Venture Capital vidíme na obrázku aj ďalšiu veľmi dôležitú časť v oblasti financovania začínajúcich firiem, takzvaný Business Angels. Business Angels investorov môžeme definovať ako súkromné osoby, ktoré investujú svoj vlastný kapitál do začínajúcich firiem. Business Angels sú spravidla osoby, ktoré v minulosti už úspešne postavili svoju firmu, vďaka ktorej majú dostatočný kapitál na to, aby podporili novo vznikajúce spoločnosti. Business Angels v oblasti Venture Capital hrajú dôležitú úlohu z toho dôvodu že investujú v najrannejších štádiách firmy. Zvyčajne v štádiu, kedy veľkosť investície a firmy nie je dosť veľká na to, aby spoločnosť získala financovanie prostredníctvom banky, alebo profesionálnej investičnej spoločnosti. Nakoľko je bežným štandardom že Business Angels investujú hlavne v oblastiach, v ktorých v minulosti už raz úspešnú firmu postavili tak pre svoje investície okrem samotných financií ponúkajú aj „Smart money“ a dokážu svoje portfóliové spoločnosti nasmerovať a lepšie pochopiť trh. Podľa „EBAN – The European Trade Association for Business Angels, Seed

Funds and Early Stage Market Players“ tvorili investície od Business Angels v európskych krajinách približne 7,3 miliardy euro. Výšku investícií ukazuje Obrázok „1.2.3 – Investície od Business Angels v krajinách Európy (v miliónoch eur)“

Obrázok 1.2.3 - Investície od Business Angels v krajinách Európy (v miliónoch eur)

	2014	2015	2016	2017
Viditelný trh (Visible Market)	578	607	667	727
Podiel viditelného trhu	10%	10%	10%	10%
Neviditeľný trh (Non-visible Market)	5 203	5 462	6 005	6 547
Celkový počet investícií	**5 781**	**6 069**	**6 672**	**7 274**

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe (EBAN (2018))

Z reportu EBAN vidíme, že EBAN rozdeľuje investície od Busines Angels na viditeľný (visible market a neviditeľný (Non-visible market) trh. Podľa metodiky EBAN je ako viditeľný trh označený ten, kde sú Business Angels, ktorí sú prihlásený v organizácií EBAN. Na základe odhadu a dát z minulých reportov viditeľný trh tvorí približne 10%.

Ak by sme sa chceli pozrieť len na význam Business Angels v ČR, tak podľa reportu EBAN bol v roku 2017 v ČR viditeľný trh o veľkosti 6 miliónov eur. Ak použijeme metodiku EBAN aj pre ČR môžeme odhadovať že veľkosť Business Angels investícií v ČR bol v roku 2017 vo veľkosti od 55 až do 60 miliónov eur (viac ako miliarda CZK), čo nám ukazuje veľkosť a význam tohoto subjektu na poli Venture Capital.

1.3 Životný cyklus firmy

V predchádzajúcej podkapitole 1.2 – „Pojem Venture Capital a jeho delenie“ je rizikový a rozvojový kapitál ,rozdelený na niekoľko typov a každý investor na základe svojej stratégie a ochoty ísť do rizika investuje v inej fáze podniku. Riziko a s ním teda aj investičná stratégia sú silno naviazané na životný cyklus, v ktorom sa firma nachádza. Preto je dobré si ukázať rôzne fáze, v ktorých sa môže spoločnosť nachádzať.

V zásade všetky dospelé a úspešné firmy prejdú od fázy nápadu a postupne cez fázu rastu dospejú až k stabilnej spoločnosti. Rýchlosť a doba strávená v jednotlivých fázach sa však v závislosti od typu, produktu a segmentu v ktorom sa firma nachádza

môže líšiť. Ak sa pozrieme na niektoré novodobé firmy ako Google, Facebook alebo Amazon uvidíme, že doba medzi fázou nápadu a fázou kedy sa spomenuté firmy stali „dospelé“ a zavedené firmy bola pomerne krátka a ich fáza prvotného rastu bola síce extrémne veľká, ale prebehla v krátkom časovom období. Klasicky takýto nárast pozorujeme u nových technologických spoločností, ktoré vďaka novým technológiám dokážu nájsť dieru na trhu, ktorú až do nástupu nových technológií nebolo možné pokryť. Typickým príklad je Google.

Podľa profesora Damodarana (2018) si spoločnosti prejdú nasledujúcimi fázami.

Fáza myšlienky alebo startupu (Start-up or Idea companies)

Fáza, v ktorej má zakladateľ myšlienku a začína ju realizovať. Produkt alebo služba zatiaľ nie je otestovaná trhom a tým pádom sa firma vystavuje vysokému riziku. Ocenenie a hodnota firmy je založená len na odhadoch toho, kam sa až firma môže dostať. Odhady sú projektované na základe zohľadnenia cieleného trhu, kvality teamu a potenciálnej konkurenčnej výhody, ktorú bude firma schopná priniesť. Firma v tejto fáze väčšinou má základný kapitál od zakladateľa, poprípade od blízkych osôb zakladateľa alebo Business Angels.

Fáza mladého rastu (Young Growth)

Spoločnosti kde sa ukáže, že o produkt alebo službu je na trhu záujem vstupujú do fázy mladého rastu. Spoločnosť už ma jasné, kto je jej koncový zákazník a lepšie pozná potreby trhu. V tejto fáze firma zvyšuje svoje tržby častokrát o desiatky percent v medzimesačnom porovnaní, ale stále sa nachádza v strate a negatívnom cash flow. Stav negatívneho cash flow je spôsobený ďalším vývojom produktu, rýchlou expanziou a získavaním si väčšieho podielu na trhu. Oceňovanie spoločnosti je v tejto fáze už podstatne jednoduchšie ako vo fáze myšlienky. Aj keď firma má len minimálnu históriu, tak už na základe prvotných dát je možné odhadnúť budúce smerovanie. Nakoľko je už jasnejšie vymedzený trh sú odhady budúceho rastu jednoduchšie a podstatne presnejšie ako len vo fáze prvotnej myšlienky. Pretože sa

firma stále nachádza v strate a jej história nie je dostatočná, sú hlavnými tvorcami hodnoty stále potenciál budúceho rastu a sila teamu.

Vyspelé spoločnosti (Mature companies)

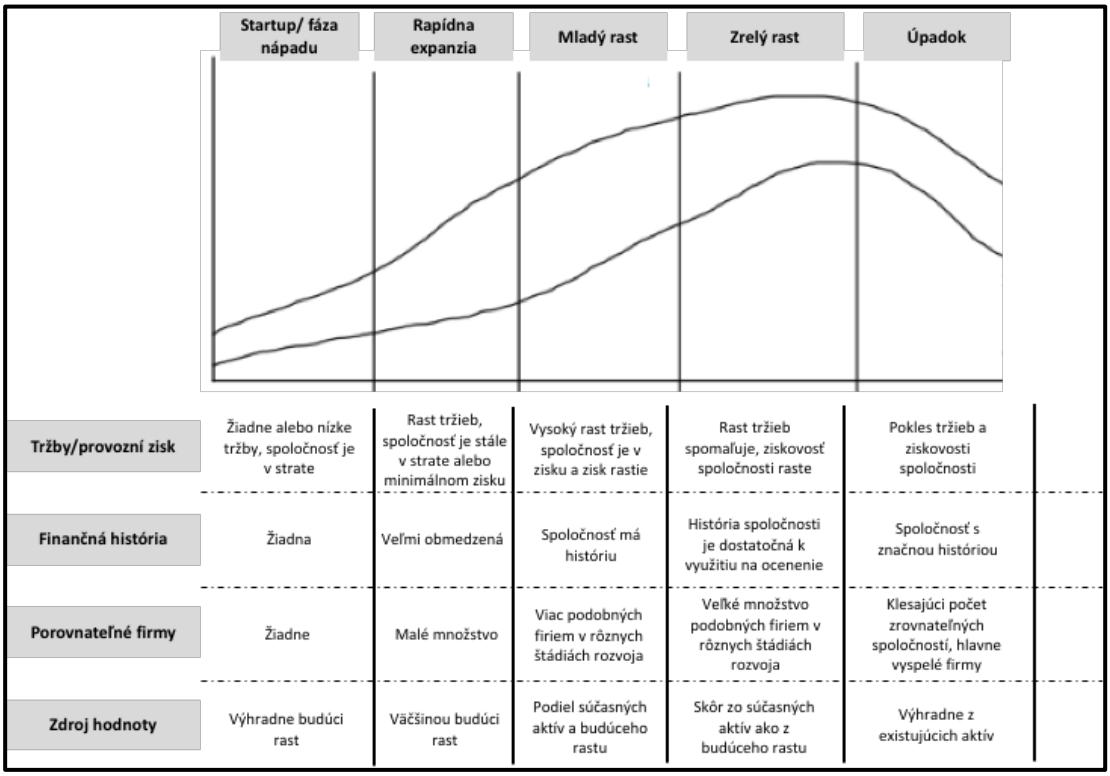
Firmy, ktorým sa úspešne podarí prejsť cez fázu rastu sa dostávajú do fázy, kedy sa z nich stávajú vyspelé spoločnosti. V tejto fáze sa už pri oceňovaní môžeme spoľahnúť na výkazy spoločnosti, ktoré majú dostatočnú vypovedaciu hodnotu. Firma sa už náchadza v pozitívnom cash flow a v zisku. Rast spoločnosti už nie je tak významný ako v prvých dvoch fázach a budúce odhady sa stávajú ľahšie predikovateľné. Fáza v ktorej môžeme spoločnosť označiť za vyspelú je zaujímavá skôr pre investorov z pohľadu Private Equity alebo potenciálneho IPO a vstupu na burzu. V tejto fáze sa zároveň aj samotná spoločnosť môže stať potenciálne aktívna na trhu M&A a vyhľadávať možné príležitosti ako zvýšiť svoj potenciál rastu prostredníctvom akvizícií.

Firmy v úpadku (Dealing with Decline)

Väčšina firiem sa počas svojej životnej fázy dostane do bodu, kedy aj vplyvom inovácií ich cielený trh začne spomaľovať alebo dokonca klesať a pre spoločnosť sa stáva menej profitabilný. V tejto fáze sa firma nachádza v podstate na rozmedzí kedy buď začne postupne upadať a hodnotu ťaží len zo svojích súčasných aktív, ktorá sa postupom času bude stále znižovať. Druhou možnosťou pre firmy vo fáze úpadku je nájsť pre svoju firmu novú propozíciu na trhu, ktorú dokážu využiť.

Prehľadný opis jednotlivých fáz životného cyklu firmy, si ukážeme aj na obrázku 1.3.1. – Špecifiká ocenenia naprieč fázami životného cyklu podniku, prebraté od profesora Damodarana (2018)

Obrázok 1.3.1 – Špecifiká ocenenia naprieč fázami životného cyklu podniku



Zdroj: DAMODARAN (2018)

Ako vidíme z obrázku 2.3.1 a aj z opisu fázy životného cyklu podniku tak každá fáza podniku je špecifická či už z pohľadu nutných schopností managementu alebo financovania. Ak sa na fázú podniku pozrieme aj z čisto investičného pohľadu, tak každá fáza životného cyklu pri ocenení nesie zo sebou určité špecifiká. Tie vznikajú napríklad v možnosti ocenenia spôsobom tržného porovnania, ocenenie metódou DCF a podobne. Pri každej fáze musí investor a ich analytik upraviť vstupné dáta podľa obdobia v ktorom sa spoločnosť nachádza.

1.4 Venture Capital – Investičný proces

Nakoľko pre veľkú časť firiem je získanie investície od Business Angels alebo Venture Capital investora najlepšou alebo jedinou formou, ako sa dostať k potrebnej výške finančnej investície, dostávajú Business Angels a investori rozvojového a rastúceho kapitálu stovky žiadostí o investíciu každý rok. K tomu, aby boli investori schopní zanalyzovať a vyhodnotiť také veľké množstvo žiadostí, majú v zásade všetci (či už vedome alebo nevedome) svoj selektívny proces.

Aj keď sa môže u každého investora proces selekcie business nápadov a investičných príležitostí líšiť, dokážeme aspoň z časti generalizovať investičný proces do niekoľkých fáz. Podľa profesorky Kislingerovej je investičný cyklus rozdelený na nasledujúcich 7 fáz:

Prijatie podnikateľského zámeru

Ako prvý krok, ktorý robí podnikateľ v rámci kontaktu s investorom, je zaslanie prvotného podnikateľského plánu. Pri úplne prvom predstavení projektu je bežné, že sa zasiela takzvaný one pager, kde podnikateľ v stručnosti a jednoducho opisuje svoj zámer, respektíve firmu. V prípade prvotného záujmu investora následne podnikateľ doplňuje dodatočné informácie potrebné pre investora.

Posúdenie podnikateľského plánu

V prípade, že po prvotnom zhodnotení podnikateľského plánu prejaví investor záujem, nasleduje hlbšia analýza firmy a komplexné posúdenie business modelu a plánu do budúcnosti. V tejto fáze investor hodnotí nápad, tržný potenciál, technickú náročnosť a podobne. Súbežne s hodnotením prebiehajú aj schôdzky s podnikateľom, aby dokázal investor kvalitne ohodnotiť hlavný team projektu a dozvedel sa o firme alebo podnikateľskom zámere čo najviac informácií

Ponuka zo strany investora

Po komplexnom zhodnotení business plánu podnikateľa nasleduje fáza, v ktorej, ak má investor záujem predloží oficiálnu ponuku. Ponuka bežne obsahuje podmienky vstupu, spôsob a výšku financovania a podmienky nastavenia ďalšej spolupráce.

Due diligence

Due diligence predstavuje hĺbkovú kontrolu, počas ktorej investor skúma súčasný stav firmy a snaží sa zistiť všetky potenciálne riziká, ktoré by vstup do firmy mohol teoreticky obnášať. Najčastejším druhom due diligence v tejto fáze, je finančné due diligence a teda či spoločnosť nemá alebo neriskuje vznik vysokých záväzkov voči tretím stranám, a či súčasná finančná situácia je taká, ako podnikateľ skutočne prezentuje. Ďalšími veľmi častými druhmi sú právne a technické due diligence.

Vstup investora do spoločnosti

Ak sa počas hĺbkovej kontroly nenašli žiadne závažné body, ktoré by tvorili investíciu pre investora príliš rizikovú a subjekty sa dohodli na podmienkách financovania firmy a vstupu do spoločnosti, tak dochádza k podpisu investičnej zmluvy a investor vstupuje do spoločnosti.

Monitorovanie investície

Po vstupe investora do spoločnosti nasleduje najdlhšie, a v zásade sa dá povedať aj najdôležitejšie obdobie v investičnom procese. Počas tohoto obdobia v závislosti na stratégií investora je investor menej alebo viac aktívny v strategických rozhodnutiach a riadení firmy. Vo väčšine prípadov sa očakáva, že investor v tejto fáze minimálne poskytuje mentoring a svoju sieť kontaktov. Ďalšou úlohou investora v tejto fáze je spoločné nastavovanie cieľov a monitorovanie dodržiavania plánu zainvestovanej firmy, prípadná identifikácia a analýza dôvodu, pre ktoré zainvestovaná spoločnosť nedosahuje stanovené ciele.

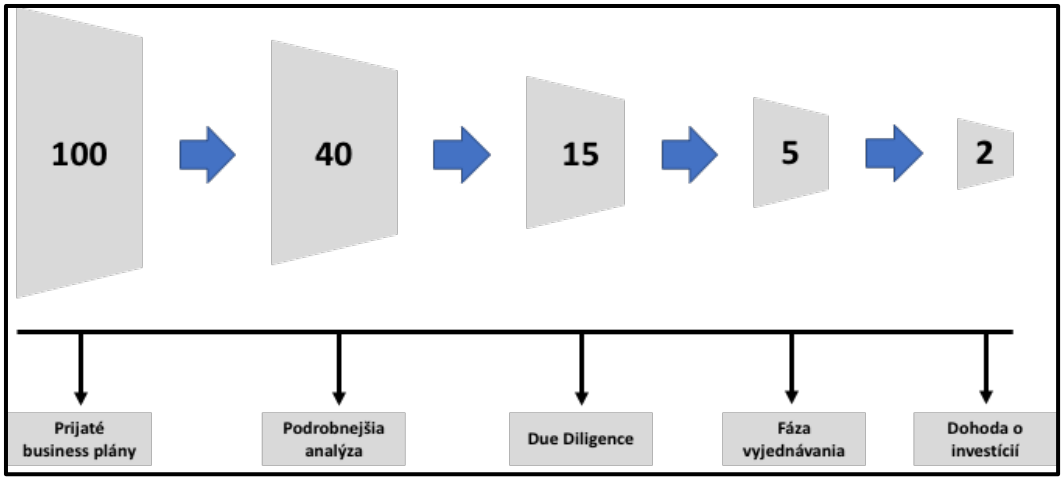
Exit – Výstup z investície

Po určitom období, spravidla buď po uplynutí stanovenej doby investície z pohľadu investora, alebo po naplnení určených bodov, investor z firmy vystupuje odpredajom svojich podielov. Odpredaj môže prebiehať buď formou predaja podielu ďalšiemu subjektu (môže sa jednať aj o management spoločnosti alebo pôvodného zakladateľa) alebo formou IPO.

Aj keď v súčasnej situácií je na trhu množstvo voľného kapitálu, nemôže podnikateľ brať ako samozrejmosť získanie investície. Podľa odhadov a rozhovorov s mnohými investormi vyše 50% podnikateľských zámerov je zamietnutých do 30 minút po obdržaní business plánu. Takto skoré zamietnutie je spôsobené hlavne pre nesplnenie základných podmienok investičnej stratégie investora, ako je napríklad výška požadovanej investície, oblasť v ktorej sa firma nachádza nie je oblasť, na ktorú sa zameriava investor, alebo investor nevidí žiadny priestor na trhu a potenciál rastu.

Do ďalších fáz hodnotenia a podrobnejších informácií sa dostane približne 40% projektov. K finálnej dohode sa dostane ale približne len 1-2 % spoločností. V ďalších fázach, kde uchádzači o investíciu vypadávajú, sú hlavne fázy podrobnejších informácií a due diligence. Tento proces filtrácie Venture Capital je v jednoduchosti popísaný na obrázku 1.4.1 – Proces selekcie vo Venture Capital

Obrázok 1.4.1 – Proces selekcie vo Venture Capital



Zdroj:Vlastné spracovanie na základe (Albers, J. (2006))

Z kapitoly 1 – Investovanie prostredníctvom Venture Capital a jeho špecifiká vidíme, že je niekoľko štádií v ktorých sa firmy môžu nachádzať a každá fáza životného cyklu firmy ma pre firmu svoje špecifiká, či už z pohľadu firmy alebo z pohľadu prístupu k oceneniu danej firmy. Zároveň vidíme, že od fáze v ktorej sa firma nachádza záleží to, aký typ investora môže mať záujem do firmy zainvestovať. Túto informáciu ďalej ešte rozoberieme v našej práci a budeme s ňou pracovať pri odporúčaní investora pre nami sledovanú firmu.

2 Metódy ocenenia vo Venture Capital

Rovnako ako aj pri všetkých iných oblastiach investovania je aj pri Venture Capital a investíciach do nových inovatívnych spoločností pre investora dôležité odhadnúť súčasnú a budúcu hodnotu spoločnosti, na základe ktorej sa dokáže rozhodnúť o výhodnosti potenciálnej investície. Ako sme však spomínali vyššie v texte, pri charakteristike spoločnosti v jednotlivých fázach životného cyklu, je v každej fáze oceňovaná spoločnosť niečím špecifická, od čoho sa následne odvíjajú aj oceňovacie metódy a postupy. Ako bolo aj spomenuté, špecifiká novej inovatívnej spoločnosti tvoria pre analytika značný problém pri využívaní klasických oceňovacích metód. Podľa profesora Damodarana sú hlavnými bodmi, ktoré znemožňujú analytikom a investorom využitie klasických postupov pri oceňovacích metódach, krátka alebo žiadna finančná história, nízke tržby, závislosť na súkromnom kapitále, vysoká miera zániku startup spoločností a možná zmena hodnoty podielu v priebehu času. Pre lepšie pochopenie prečo práve tieto body profesor Damodaran uvádza, je vhodné si jednotlivé body viac rozobrať

Žiadna finančná história

Hlavný bod, ktorý najviac ovplyvňuje metódy ocenenia mladých spoločností je absencia finančnej histórie, o ktorú by sa analytici alebo investori dokázali oprieť. Novo vznikajúce spoločnosti v zásade majú dáta za uplynulý rok až dva. Tým že väčšina oceňovacích modelov vychádza práve z historických finančných dát spoločnosti, je využitie klasických oceňovacích modelov pre ocenenie mladých spoločností veľmi obmedzené.

Žiadne alebo nízke tržby spojené s operatívnou stratou

Spoločnosti vo fáze svojho vzniku produkujú len malé alebo žiadne tržby a veľká časť nákladov je spojená s vývojom produktu a uvedením spoločnosti na trh. Tým pádom vynakladané náklady nie sú v takej miere asociované s generovaním tržieb a firmy sú v rannej fáze v značnej operatívnej strate. V kombinácií s veľmi krátkou finančnou

históriou sú historické finančné dáta pre analytika ešte menej využiteľné v procese ocenenia spoločnosti.

Závislosť na súkromnom kapitále

Mladé rozvíjajúce sa spoločnosti sú skoro vždy financované prostredníctvom súkromného kapitálu a len v minime prípadov sú verejne obchodovanými spoločnosťami. Táto situácia platí aj na tak rozvinutom trhu ako je USA. V európskych a krajinách a hlavne v našej oblasti sú začínajúce spoločnosti výhradne financované prostredníctvom súkromného kapitálu. Pre analytikov je preto zložité získavať verejne prístupné informácie a určiť požadovanú diskontnú úrokovú mieru v porovnaní s vyspelými spoločnosťami

Vysoká miera zániku firiem

Novo vzniknuté spoločnosti, ktoré sa snažia na trh priniesť inovatívne riešenie, sa vo svojej prvotnej fáze ocitajú vo fáze testovania produktu trhom. V tejto fáze mnoho spoločností zistí, že ich produkt nie trhom prijatý. Medzi investormi rizikového kapitálu do nových, inovatívnych firiem je obľúbené pravidlo, že prípadná investícia musí mať potenciál na desať násobné zhodnotenie, pretože šanca že firma nenaplní investičné očakávania v priebehu investície skončí môže byť až 90%. V skutočnosti podľa výskumu Amy Knaup (2005) sú čísla trochu priaznivejšie, no stále ukazujú vysokú pravdepodobnosť neúspechu spoločnosti. Vo výskume založenom na dátach z Bureau of Labor Statistics Quarterly Census of Employment and Wages obsahujúcim infomrácie o 8,9 milióna spoločností sa štvrtého roku života spoločnosti dožije len 44% všetkých novo vzniknutých firiem a len 33% firiem prežije do siedmeho roku činnosti (výskum bol robený v rokoch 1998 až 2005 teda meral 7 ročné obdobie). Percentá získané z výskumu pána Knaupa (2005) sú brané na celý trh a teda berie do úvahy všetky sektory. Ak by sme sa pozerali len napríklad na sektor IT, tak číslo spoločnosti, ktoré prežili prvých 7 rokov činnosti klesne z 33% na 25%. Tieto čísla ukazujú, že analytici a investori musia riziko zániku brať pri hodnotení investične príležitosti veľmi vážne.

Možná zmena hodnoty podielu v čase

Je bežnou praxou že startup spoločnosti postupne, počas svojho života prechádzajú viacerými kolami investícií, pričom v každom ďalšom kole môžu do spoločnosti investovať a vstupovať ďalšie a ďalšie subjekty. Tieto nové vstupy a vydávanie nových akcií môže zapríčiniť zníženie podielu prvotných investorov v spoločnosti. Zároveň pri získaní investície od rôznych investorov je každý investor si schopný vyjednať iné podmienky, ako je napríklad prednosť pri výplate v prípade likvidácie, prvotný nárok na cashflow z operatívnej činnosti, právo veta a podobne. Všetky tieto práva ovplyvňujú potenciálnu hodnotu podielu investora v spoločnosti a pred vstupom do spoločnosti by mal možné riziká zapríčinené zmenami vo vlastníckej štruktúre spoločnosti zvážiť

Na základe vyššie popísaných bodov vidíme, že využitie bežných postupov pri ocenení novo vznikajúcej firmy je zložité. Investori a analytici Venture Capital začali využívať iné spôsoby, ktoré z veľkej časti vychádzajú z tržného porovnania a odhadov budúceho cash flow na základe porovnaní s podobnými firmami v neskoršej fáze. V našej práci sa pozrieme na niekoľko základných postupov, možných využiť pri oceňovaní začínajúcej firmy.

2.1 Venture prístup

Jedným z obľúbených prístupov Venture Capital investorov je takzvaný Venture prístup, ktorý v zásade ignoruje nákladovú stranu firmy a sústredí sa hlavne na tržby generované spoločnosťou. Postup pri Venture prístupe k oceneniu startup spoločnosti môžeme podľa Damodarana (2018) rozdeliť do 4 krokov:

V prvom kroku investor odhadne potenciálne tržby na základe veľkosti trhu a predpokladanej schopnosti firmy sa na trhu presadiť a získať si predpokladaný podiel trhu. Odhad tržieb je väčšinou tvorený na obdobie niekoľko rokov dopredu. Zväčša sa jedná o dobu, po ktorej investor plánuje exit s potenciálnej investície.

Po odhadnutí tržieb, ktoré je spoločnosť podľa odhadu schopná generovať, investor zoberie odhadované multiplikátory, za ktoré sa v dobe ocenenia podobné spoločnosti predávajú. Multiplikátory vychádzajú z akvizícií a exitov, ktoré v sektore v ktorom sa firma pohybuje prebehli v posledných obdobiach, alebo z podobných firiem obchodovaných na burze. Nakoľko sa investor pozerá pri Venture prístupe hlavne na tržby, tak prirodzene ukazovatele, ktoré investor sleduje vychádzajú z násobkov Entriprise value voči tržbám alebo Equity value voči príjmom spoločnosti.

Pokiaľ investor predpokladá, že investičná príležitosť bude na konci sledovaného obdobia generovať zisk, tak je vhodné využiť Equity hodnotu firmy využitím nasledujúceho vzorca

Hodnota Equity na konci sledovaného obdobia = Očakávané príjmy * P/E multiplikátor

V niektorých prípadoch je však pre investora výhodnejšie použiť ocenenie na úrovni Entity. Môže sa jednať napríklad o situáciu, kedy investor nepredpokladá, že firma bude na konci sledovaného obdobia v zisku, alebo na základe dát z trhu nedokáže získať relevantné multiplikátory P/E. V takom prípade vychádza hodnota firmy z nasledujúceho vzorca

Hodnota Entity na konci sledovaného obdobia = Očakávané tržby x EV/Tržby multiplikátor

V dobe, keď investor určí Entity alebo Equity hodnotu podniku musí investor ešte zvážiť riziko neúspechu firmy a investície. Ako sme už v práci spomínali tak veľká časť firiem skrachuje pred 4 rokom podnikania. Tento fakt musí investor do výpočtu hodnoty premietnuť. Možnosť premietnutia potenciálnej hodnoty investície sa

investorom a analytikom naskytuje prostredníctvom diskontnej sadzby a prostredníctvom vzorca:

$$\boldsymbol{Hodnota\ Equity\ k\ dnešnému\ dňu} = \frac{\textbf{Hodnota Equity na konci sledovaného obdobia n}}{(\mathbf{1} + \boldsymbol{Požadovaná\ miera\ zhodnotenia})^{\boldsymbol{n}}}$$

Požadované výšky zhodnotenia investície, ktoré zväčša investor do startupu počíta bude bližšie rozobrané v ďalšej kapitole.

Po určení hodnoty investičnej príležitosti k dnešnému dňu ostáva investorovi určiť hranicu podielu, ktorý bude považovať za minimálnu hranicu k tomu, aby dostal požadovaného zhodnotenia investície v prípade naplnenia plánu.

K tomu, aby investor vedel určiť túto hranicu využíva princíp Pre-Money a Post Money valuácie. Pričom pre určenie spodnej hranice podielu je pre investora dôležitá Post Money valuácia. Tá vychádza z Pre-Money valuácie, ktorá sa rovná hodnote Equity k dnešnému dňu. Hodnotu Post Money vypočítame nasledujúcim vzorcom:

Post Money valuácia = Pre Money valuácia (hodnota Equity) + nový investovaný kapitál

Následne investor podľa určenej Post Money valuácie vie určiť minimálnu hodnotu podielu, pri ktorom sa mu podarí pri dodržaní plánovaných tržieb dosiahnuť požadovaného výnosu. Minimálny podiel získa na základe vzorca:

$$\textbf{Minimálny požadovaný podiel na firme} = \frac{\boldsymbol{Nový\ poskytnutý\ kapitál}}{\boldsymbol{Post\ Money\ valuácia}}$$

Samozrejme pri investícií do spoločnosti investor cieli na čo najvyšší podiel, ktorý neohrozí stabilné fungovanie spoločnosti. Preto vo väčšine prípadov bude investor cieliť na vyšší percentuálny podiel ako je zisk výpočtom cez Post Money Valuation.

Z popísaného textu o Venture prístupe k oceneniu začínajúcej firmy je jasné, že je u investorov obľúbený hlavne vďaka jeho jednoduchosti. Tento prístup má však v sebe aj niekoľko nedostatkov, ktoré komplikujú ocenenie v praxi alebo niektoré body nezohľadňujú.

Vytváranie ocenenia iba na základe budúceho predpokladu tržieb otvára debatu medzi investorom a vlastníkom firmy pri ktorej sa bude zakladateľ/majiteľ firmy snažiť tlačiť budúce tržby čo najvyššie, zatiaľ čo investor bude tlačiť odhad tržieb smerom dolu. Zároveň pri ocenení iba formou odhadu tržieb oceňovací model vôbec nezohľadňuje operatívne detaily firmy a náklady na chod firmy. V niektorých prípadoch môže práve toto viesť k tomu, že firma nedokáže v budúcnosti generovať dostatočnú ziskovosť k tomu, aby aj pri dosiahnutí predpokladaných tržieb vedela spoločnosť vygenerovať ziskovosť, pri ktorej bude potenciálny nový investor investovať do firmy prostriedky na úrovni multiplikátorov, ktoré vidíme na trhu pri zrovnateľných firmách.

Ďalšie problémy nám môžu vznikať pri určení Equity Value v prípade, že sme vychádzali napríklad z hodnoty Entity. Otázkou je či diskontnú mieru, zohľadňujúcu riziko použiť aj pri pôžičkách spoločnosti. Druhým problémom, s ktorým sa môže analytik stretnúť je vysporiadanie sa s Post Money hodnotou spoločnosti. Samotný výpočet je síce jednoduchý, ale vzorec by mal byť využitý len v prípade, že nový kapitál ide do spoločnosti. V prípade, že nový kapitál je využitý na výkup starých investorov, alebo časti ich podielov, tak tento nový kapitál by nemal Post Money hodnotu spoločnosti navyšovať.

Podľa textu popísaného vyššie, Venture prístup nezohľadňuje niektoré dôležité body, ktoré by investor mal minimálne zvážiť. Z tohoto dôvodu sa pri oceňovaní startup

firiem používajú aj upravené modely podobné DCF. Profesor Damodaran (2018) opisuje 2 spôsoby postupu pri ocenení startup spoločnosti:

2.2 Top – Down prístup

V rámci Top – Down prístupu sa analytik pozerá na budúci vývoj spoločnosti prostredníctvom pohľadu na cieľový trh a predpokladaný tržný podiel, ktorý dokáže firma na trhu získať. Až následne sa investor a analytik zameria na predpoklad nutnosti kapitálu a k udržaniu požadovaných tržieb. V rámci vytvorenia ocenenia spoločnosti prístupom Top – Down by analytik mal postupovať v nasledujúcich krokoch:

Určenie potenciálneho trhu

Prvým krokom analytika je určenie veľkosti potenciálneho trhu pre jeho službu alebo produkt. Určenie trhu by malo prebiehať v 3 fázach. V prvej fáze urči investor a analytik produkt, ktorý bude firma ponúkať. Analytik by sa v rámci tohoto kroku mal snažiť obsiahnuť všetky možnosti, kde firma môže produkt predávať, no zároveň by s odhadom trhu nemal ísť príliš doširoka, aby udržal veľkosť potenciálneho trhu v reálnej úrovni. V druhej fáze na základe vymedzenia trhu analytik určí veľkosť cieleného trhu a nakoniec vo fáze tretej predpokladaný vývoj trhu do budúcnosti. Vo všeobecnosti platí, že investori vo Venture Capital sledujú a investujú do rozvíjajúcich sa a rýchlo rastúcich trhov. Ako príklad môže byť investovanie do internetových spoločností koncom 20tého storočia.

Odhadnutie tržného podielu

Po určení relevantného trhu musím analytik určiť akú časť trhu je schopná spoločnosť získať. Tento odhad by mal byť založený na odhadnutí viacerých faktorov, ako je napríklad schopnosť managementu napĺňať stanovené plány, sila konkurencie, pripravenosť trhu na inovácie a podobne.

Určenie operatívnych nákladov a ziskovej marže

Na rozdiel od Venture prístupu, prístup Up – Down aj keď síce len trochu okrajovo ale pracuje s odhadom nákladov a ziskovej marže. Pretože firma nemá žiadnu, alebo len minimálnu finančnú históriu, nemôže analytik vychádzať z minulosti a teda je aj ťažké odhadnúť, akú ziskovú maržu bude mať firma v budúcnosti. Analytici preto často vychádzajú z porovnateľných spoločností, ich percentuálnej ziskovej marže, s ktorou potom následne po úpravách pre danú spoločnosť pracujú. Keď analytik pomocou porovnania s podobnými rozvinutými spoločnosťami určiť ziskovú maržu, ktorú spoločnosť je schopná dosiahnuť, môže určiť časovú líniu, za ktorú sa firma k danej marži dostane. Otázkou častokrát ostáva, či je vhodné určiť iba celkovo ziskovú maržu, alebo by mal ísť analytik hlbšie a určiť aj percentuálnu veľkosť na tržby jednotlivých nákladov, ako je napríklad náklad na mzdy, administratívu alebo predaj. Určenie podrobnejšej percentuálnej veľkosti nákladov však môže byť pomerne zložité, pretože analytik častokrát nemá informácie a dáta, z ktorých by mohol vychádzať. Preto sa doporučuje, aby k podrobnejšiemu odhadu nákladov analytik pristupoval len v prípade, že má o spoločnosti dodatočné informácie, ktoré pri odhadoch môže využiť.

Investície do rastu

Tak ako vyspelá aj novovzniknutá spoločnosť musí počítať s tým, že rast firmy bude musieť byť sprevádzaný investičnou činnosťou. Investície do firmy by mali investori zvážiť z dvoch hlavných dôvodov. Prvým je odhad voľného cash flow, ktoré si budú môcť podielnici v spoločnosti vyplatiť. Investície znižujú veľkosť voľného cash flow k vyplateniu a tým pádom ovplyvňujú hodnotu podielu investora. Druhý dôvod vychádza z možnej potreby firmy financovať nové investície prostredníctvom nového kapitálu. To v niektorých prípadoch znamená, že firma priberie nového investora, ktorý môže určitým spôsobom zmeniť vlastnícke vzťahy a ovplyvniť hodnotu podielu investora v spoločnosti.

Zachytenie daňového efektu

Každá firma, ktorá dosahuje zisk, skôr alebo neskôr bude musieť niesť náklad na dane zo zisku. Tento náklad tak, ako iné ovplyvňuje množstvo financií, ktoré si môže investor v budúcnosti vyplatiť. Nakoľko však začínajúce firmy v prvých rokoch svojej činnosti dosahujú výhradne stratu, ktorú si môžu v nasledujúcich rokoch uplatniť, je vhodné aj toto započítať do odhadu predpokladaných budúcich cash flow tokov.

Záverečné zhodnotenie reálnosti

V rámci prístupu Top – Down je výpočet odhadovaných investícií a odhad budúcich tržieb počítaný v samostatných krokoch. Je dobré si po prejdení všetkých krokov spraviť finálnu kontrolu reálnosti výsledných dát. Overenie dát môže analytik spraviť napríklad jednoducho pomocou ROC založenom na očakávaných príjmoch po zdanení a investovaného kapitálu.

2.3 Bottom - Up prístup

Druhým možným prístupom k oceneniu je takzvaný Bottom – Up prístup. Na rozdiel od Top – Down prístupu, sa Bottom – Up prístupom odhaduje rast tržieb spoločnosti na základe kapacít, ktoré firma má. Môže sa jednať napríklad o výrobné, predajné alebo iné kapacity. Pri analýze potenciálnej hodnoty firmy preto začíname odhadom investícií do výrobných, poprípade predajných kapacít. Celý proces ocenenia môžeme znova, rovnako ako v prístupe Top – Down rozdeliť do niekoľkých krokov:

Odhadnutie výrobných alebo predajných kapacít

Prvým bodom, ktorým by sa mal analytik v postupe Bottom – Up zaoberať je odhadnutie maximálneho množstva, ktoré je spoločnosť schopná v určitom čase buď predať, alebo vyrobiť. Maximálna kapacita, môže byť určená buď podľa maximálneho možného množstva, ktoré je firma prostredníctvom svojich strojov schopná vyrobiť, alebo v prípade služieb môže byť určená maximálnym množstvom, ktoré je schopná prostredníctvom svojich obchodníkov za dané časove obdobie predať.

Počet predaných produktov alebo služieb

V druhom bode analytik/investor odhadne ako rýchlo a koľko z maximálnych kapacít dokáže podnik skutočne predávať. V rámci odhadu možného predaja by mal analytik zobrať do úvahy nie len maximálne kapacity, ale aj ďalšie faktory, ako je cielený trh alebo konkurencia a na základe týchto faktorov určiť množstvo jednotiek predaných našim sledovaným podnikom. Nakoľko predpokladáme, že analytik pozná odhadovanú priemernú cenu na predanú jednotku, tak po určení počtu predaných produktov, ľahko určí predpokladané tržby.

Náklady

Po odhadnutí počtu predaných jednotiek produktu alebo služby sledovanej spoločnosti by mal byť analytik aspoň odhadom schopný určiť výšku nákladov na predané produkty. Náklady by okrem samotných priamych nákladov na predaj mali zahŕňať aj náklady na administratívu, predaj, prípadný vývoj produktu a iné.

Dane

Tak ako pri prístupe Top – Down by sme mali zvážiť zdanenie aj pri prístupe Bottom – UP. Dôvod započítania daní je rovnaký ako pri metóde Top – Down a to je ovplyvnenie voľných finančných prostriedkov k vyplateniu pre investora.

Dodatočné investície

Aj keď pri princípe Bottom – Up v podstate počítame s reinvestíciami pri výpočte maximálnych kapacít, je vhodné počítať aj s dodatočnými investíciami na zachovanie tržieb.

2.4 Požadované zhodnotenie investície

Ako vidíme z predchádzajúcej podkapitoly, je ocenenie spoločnosti bez finančnej histórie a častokrát aj bez dostatočných tržieb pomerne špecifické. Okrem samotného procesu určenia hodnoty však do rozhodnutia o investícií do začínajúcej firmy vstupuje ešte niekoľko veľmi podstatných faktorov a ohodnotenie výrazného rizika, ktoré so sebou investícia do takejto spoločnosti nesie.

Podľa autorov Kolleman a Kuckertz existuje niekoľko hlavných faktorov v rozhodovacom procese investora. Autori uvádzajú, že tieto faktory sú osobnosť zakladateľa, skúsenosť zakladateľa, produkt alebo ponúkaná služba, charakteristika trhu a finančné charakteristiky podniku. Následne aj podľa predchádzajúcich publikácií a štúdií, autori tieto faktory delia na ďalšie investičné kritéria, ktoré sú v odhadnutí a ocenení budúceho vývoja podniku dôležité. Rozdelenie hlavných faktorov v investičnom rozhodovaní si ukážeme v tabuľke 2.4.1 – Investičné kritéria Venture Capital

Tabuľka 2.4.1 – Investičné kritéria Venture Capital

Faktor	Kritérium
Osobnosť zakladateľa	• Podnikateľský duch • Schopnosť leadershipu • Záväzok voči firme
Skúsenosti zakladateľa	• Pracovná a podnikateľská história • Technické schopnosti • Obchodné schopnosti
Produkt alebo služba	• Inovatívnosť produktu/služby • Možnosť patentu • Konkurenčná výhoda produktu/službu
Charakteristika trhu	• Veľkosť trhu • Rast trhu • Prijateľnosť trhu voči novým produktom/službám
Finančné charakteristiky	• Zhoda s investičnou stratégiou investora • ROI • Potenciálna možnosť exitu

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe (ŠIMIĆ, Marija (2015))

Z vyššie spomenutých faktorov je dôležitosť jednotlivých kritérií rozdiel podľa fázy v ktorom sa firma nachádza a snaží sa získať investíciu. Podľa autorov Manson a Stark (2004) v ich publikácií *„What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels"* sú pre Equity investorov hlavné rozhodovacie kritéria trh, možnosť rastu, management a medziľudské vzťahy medzi investorom a podnikateľom. Napríklad u skupiny investorov takzvaných FFF (friends, family and fools) je práve medziľudský vzťah hlavným kritériom v rozhodovacom procese. Na druhej strane finančné ukazovatele ako profitabilita, finančná história alebo likvidita sú hlavným rozhodovacím faktorom pre bankové inštitúcie a podobne.

Zhrnutie možných kritérií v rozhodovaciom procese investora možeme vidieť v tabuľke. 2.4.2

Typ investora	Hodnotiaci faktor
FFF (Family, Friends and Fools)	• Medziľudské vzťahy • Dôvera v podnikateľa
Business Angels	• Osobnostná zhoda medzi podnikateľom a Business Angels • Realistickosť Business plánu • Kvalita managementu a riadiacich pracovníkov • Schopnosť rýchlej exekúcie • Trh, jeho veľkosť a unikátnosť produktu • Možnosť budúceho exitu z investície
Venture Capital	• Doterajší vývoj a rast firmy • Potenciál ďalšieho rastu • Kvalita managementu • Produkt a bariéry vstupu na trh pre prípadnú konkurenciu • Škálovateľnosť produktu
Private Equity/ banka	• História podniku • Likvidita a schopnosť splácania záväzkov • Generovanie budúceho cashflow

Zdroj: Vlastné spracovanie, ŠIMIĆ, Marija (2015)

Ak sa pozrieme lepšie na tabuľku 2.4.2, a jej zhrnutie hodnotiacich faktorov v investičnom procese Venture Capital tak vidíme, že v čím skoršej fáze investor investuje, tým viac je odhad investora postavený skôr na predpokladoch a akomsi dobrom pocite z investície. Tento fakt v obrovskej miere zvyšuje rizikovosť každej takejto investície a preto cielené zhodnotenie v oblasti Venture Capital je vždy

niekoľkonásobne vyššie, ako je cielené zhodnotenie napríklad pri investíciách do akcií na burze alebo prostredníctvom Private Equity do zavedených firiem.

Požadované zhodnotenie investícií v oblasti Venture Capital sa zároveň významné líši aj podľa fázy v ktorej sa firma nachádza. Pre základný prehľad často požadovaných zhodnotení investícií uvádzame tabuľku „2.4.3. – Požadované zhodnotenie VC investícií“ od profesora Damodarana (2018)

Tabuľka 2.4.3 – Požadované zhodnotenie VC investícií

Fáza podniku	Charakteristika	Požadované IRR
Startup	Prototyp, pred uvedením na trh	50-70%
Early Stage	Produkt uvedený na trh	40-60%
Later Stage	Produkt overený trhom	35-50%
Pre IPO / IPO	Zisková firma	25-35%

Zdroj:Vlastné spracovanie, DAMODARAN (2018)

Ako vidíme z tabuľky 2.4.3, tak požadované zhodnotenia IRR sa pohybujú v rozmedzí 25 – 70%, pričom najvyššie požadované zhodnotenie je u najmladších firiem nachádzajúcich sa vo fáze prototypu a pred prvotným vstupom na trh, kedy firma začne testovať trh a miesto ich produktu na trhu. Nakoľko vstup do firmy v prvotných fázach podniku znamená že investor riskuje to, že produkt nebude na trhu prijatý, alebo nebude dosahovať dostatočnú profitabilitu, ako si pôvodne investor a zakladatelia mysleli, tak investori a fondy musia cieliť na veľmi vysoké percentá vo výške niekoľkých desiatok percent. Takto vysoké zhodnotenie v prípade úspešných investícií chráni investorov pred investíciami, kedy prídu o skoro celý vložený kapitál.

Investor Mark Suster z Upfront Ventures používa takzvané pravidlo „1/3, 1/3. 1/3“ ktoré hovorí že investor investujúci vo Venture Capital by mal počítať s tým že približne v tretine investícií príde o celý investovaný kapitál, tretina investícií plus mínus prinesie návrat kapitálu (možno maličké zhodnotenie) a posledná tretina investícií musí investorovi priniesť také zhodnotenie aby dokázal nahradiť stratené investície a dosiahnuť uspokojivého zhodnotenia. Toto pravidlo nám potvrdzujú aj

dáta od investorov Hans Swildens a Eric Yee (2017) z Industry Ventures, kde ukazujú ich požiadavky na zhodnotenie investície a riziko straty investície. Údaje môžeme vidieť v tabuľke 2.4.4 – „Požiadavky zhodnotenia a rizikovosť straty investície podľa Industry Ventures“

Tavuľka 2.4.4 - Požiadavky zhodnotenia a rizikovosť straty investície podľa Industry Ventures

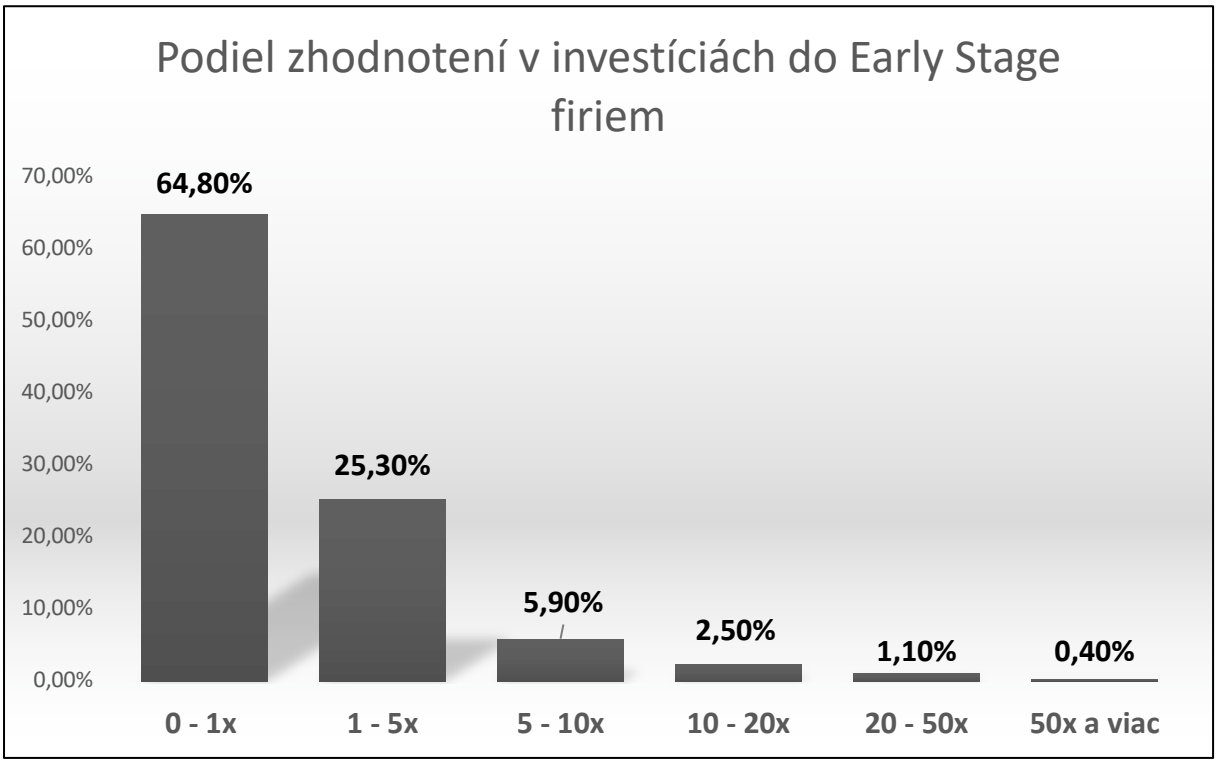
Typ investície	Požadované čisté IRR	Požadované čisté násobky investície	Doba držania	Riziko straty
Startup	30%	10x +	8 rokov	Veľmi vysoké
Later Stage	20%	3x	6 rokov	Stredné
Early Stage Venture fondy	20% +	3x	10 až 12 rokov	Stredné
Rastové Venture fondy	12 - 18%	1,5 - 2x	10 až 12 rokov	Nízke

Zdroj: SWILDENS, Hans a Eric YEE.(2017)

Pravidlo 1/3, 1/3, 1/3 nám v podstate potvrdzuje aj tabuľka 2.4.4 kde vidíme, že riziko straty investície pri startup spoločnosti je vyše 65% a u Later stage spoločnosti okolo 30%. Zaujímavosťou je rozdiel v požadovanej IRR u investorov z Industry Ventures a profesorom Damodaranom, kde požadované zhodnotenie u Industry Ventures je o poznanie nižšie ako podľa profesora Damodarana. Rozdiel je spôsobený tým, že investori Hans Swindels a Eric Yee sa pozerajú na zhodnotenie cez pohľad fondu a zhodnotenie, ktoré uvádzajú majú na úrovni čistého zhodnotenia, teda očistené o poplatky fondu. Poplatky fondov sú bežne na trhu na úrovni nižších jednotiek percent za rok.

Keď sa vrátime k štatistickej úspešnosti v absolútnom počte investícií, tak sa môžeme znova pozrieť na dáta zverejnených od investorov z Industry Ventures. Vidíme ďalšie potvrdenie nutnosti dosahovania veľmi veľkých zhodnotení u úspešných investícií. Graf 2.4.1 – „Úspešnosť investícií do firiem v Early Stage fáze“.

Graf 3.4.1 – Úspešnosť investícií do firiem v Early Stage fáze

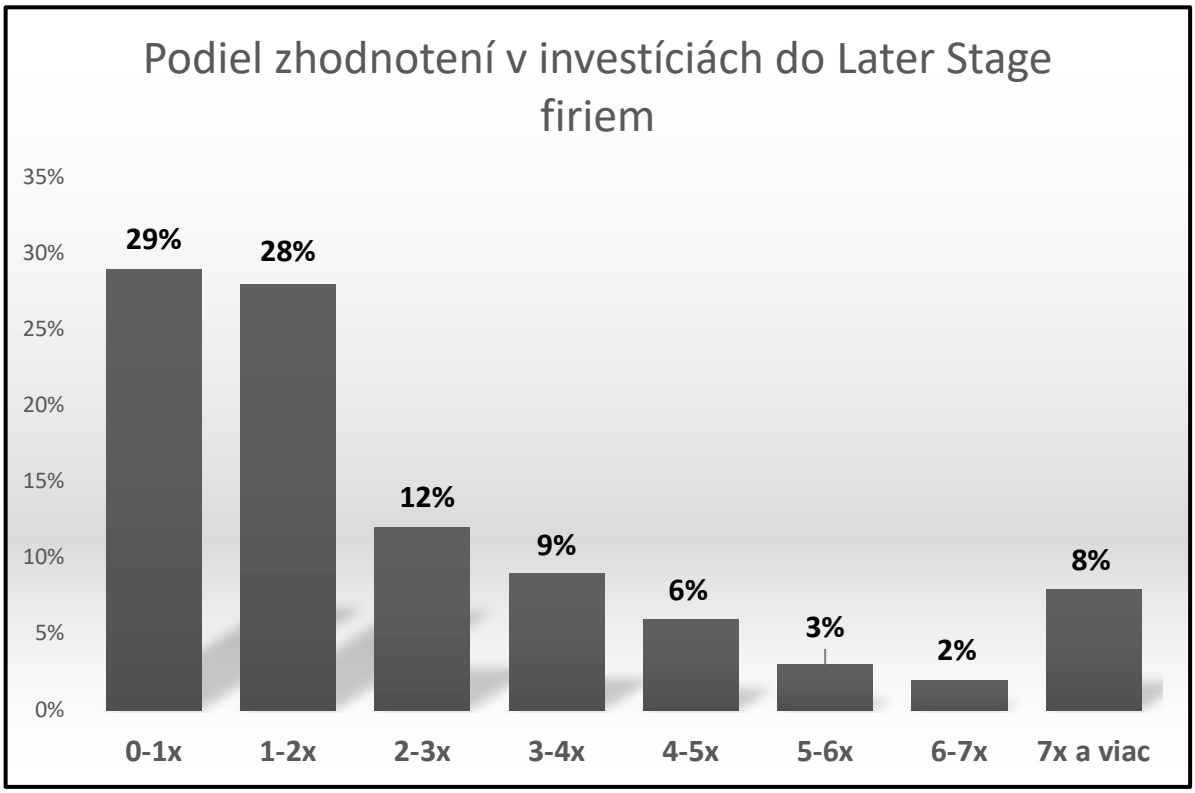


Zdroj: SWILDENS, Hans a Eric YEE (2017)

Podľa dát od investorov od Hans Swildens a Eric Yee je až 64,8% investícií pre investorov do Startup firiem stratových. Druhým najčastejším zhodnotením pri investíciách je 1 až 5 násobok investície. Ak tieto násobky zoberieme spolu s neúspešnými investíciami, tak pri veľkom generalizovaní môžeme tvrdiť, že tieto investície investorov plus mínus vyrovnávajú straty. Zisk investorov potom pochádza z investícií, ktoré dosahujú požadované zhodnotenia IRR. Ak počítame 30% IRR po dobu 8 rokov, tak sa musí investorovi podariť 10x násobok pôvodnej investície. Ako vidíme z grafu 2.4.1, tak toto sa podarí investorom len v približne. 2,5% prípadoch. Zhodnotenia vo výške 20 násobku a viac sa v portfóliách vyskytujú len veľmi vzácne. Podľa údajov Industry Ventures len v približne 1,5% prípadoch.

Trochu iná situácia je pri spoločnostiach, ktoré sa nachádzajú v pokročilej fáze, ale stále je to fáza rastu. Nakoľko však firmy v pokročilejšej fáze s už otestovaným produktom na trhu majú určitú históriu, otestovaný produkt a potrebujú vyššie investície, tak úmrtnosť ale aj maximálne zhodnotenie je nižšie, ako pri investíciách do čisto startup spoločností. Túto skutočnosť si môžeme ukázať na grafe 2.4.2 – „Úspešnosť investícií do firiem v Later stage".

Graf 2.4.2 Úspešnosť investícií do firiem v Later Stage



Zdroj: SWILDENS, Hans a Eric YEE. (2017)

V Later stage je značný pokles pri percente neúspešných investícií. Zároveň však vidíme aj pokles u násobkov, ktoré investor zo svojich investícií dostáva. Poklesy sú spôsobené, ako sme už vyššie popísali hlavne tým, že firmy už majú nejakú históriu, sú otestované trhom a nakoľko v dobe vstupu investora firma má už určitú veľkosť aj potenciál násobku zhodnotenia investície sa rapídne znižuje. V Later stage je podľa Swildensa a Yee požadované zhodnotenie 3 násobku pôvodnej investície čo pri dobe priemerného držania 6 rokov zodpovedá približne 20% IRR. Túto hranicu dosiahne približne 30% investícií.

Podľa dvoch vyššie zobrazených obrázkov a percentuálnej úspešnosti investícií do začínajúcich firiem sa môže zdať, že investície Venture Capital fondov sú celkovo buď nízko alebo nie sú ziskové. Štúdia od Cambridge Associates zo septembra 2018, ktorá zozbierala dáta z vyše 1 400 americký VC fondov získala nasledujúce dáta, zobrazené na obrázku 2.4.1 – „Výkonnosť VC fondov v USA na základe IRR podľa roku vzniku“

Obrázok 2.4.1 - Výkonnosť VC fondov v USA na zákalde IRR podľa roku vzniku

VINTAGE YEAR	POOLED RETURN (%)	ARITHMETIC MEAN (%)	MEDIAN (%)	EQUAL-WEIGHTED POOLED RETURN (%)	UPPER QUARTILE (%)	LOWER QUARTILE (%)
1993	46.71	30.43	18.83	41.08	46.49	12.13
1994	59.31	34.13	25.87	43.43	48.55	6.76
1995	88.48	56.60	41.65	77.99	80.62	21.54
1996	101.41	61.71	37.06	89.14	81.04	9.11
1997	92.59	56.13	13.48	74.74	64.15	-1.34
1998	11.88	16.83	-0.26	14.28	15.19	-6.05
1999	-0.75	-3.53	-4.21	-1.31	3.48	-11.22
2000	0.89	-2.14	-0.90	0.48	5.07	-6.11
2001	3.25	0.55	2.24	4.62	8.08	-2.74
2002	-0.21	0.28	-0.90	2.68	6.11	-6.00
2003	9.48	2.49	1.97	5.95	7.58	-6.17
2004	8.53	2.55	2.75	8.32	8.70	-4.93
2005	7.52	2.94	4.37	7.37	10.22	-0.95
2006	9.18	4.88	8.00	7.65	12.82	-2.86
2007	15.86	14.38	11.39	16.28	22.22	4.86
2008	11.72	9.71	6.81	11.28	17.92	0.94
2009	15.74	13.50	12.92	14.28	18.44	6.12
2010	28.01	20.68	16.69	24.50	25.80	8.40
2011	19.43	13.64	12.87	16.77	22.37	4.95
2012	18.35	15.10	13.47	17.47	19.89	7.26
2013	20.67	22.99	15.00	18.72	25.47	7.50
2014	17.30	17.06	13.12	11.63	23.44	7.60
2015	17.17	17.32	11.29	15.07	21.88	3.47
2016	16.39	12.57	8.85	16.19	20.14	-2.03

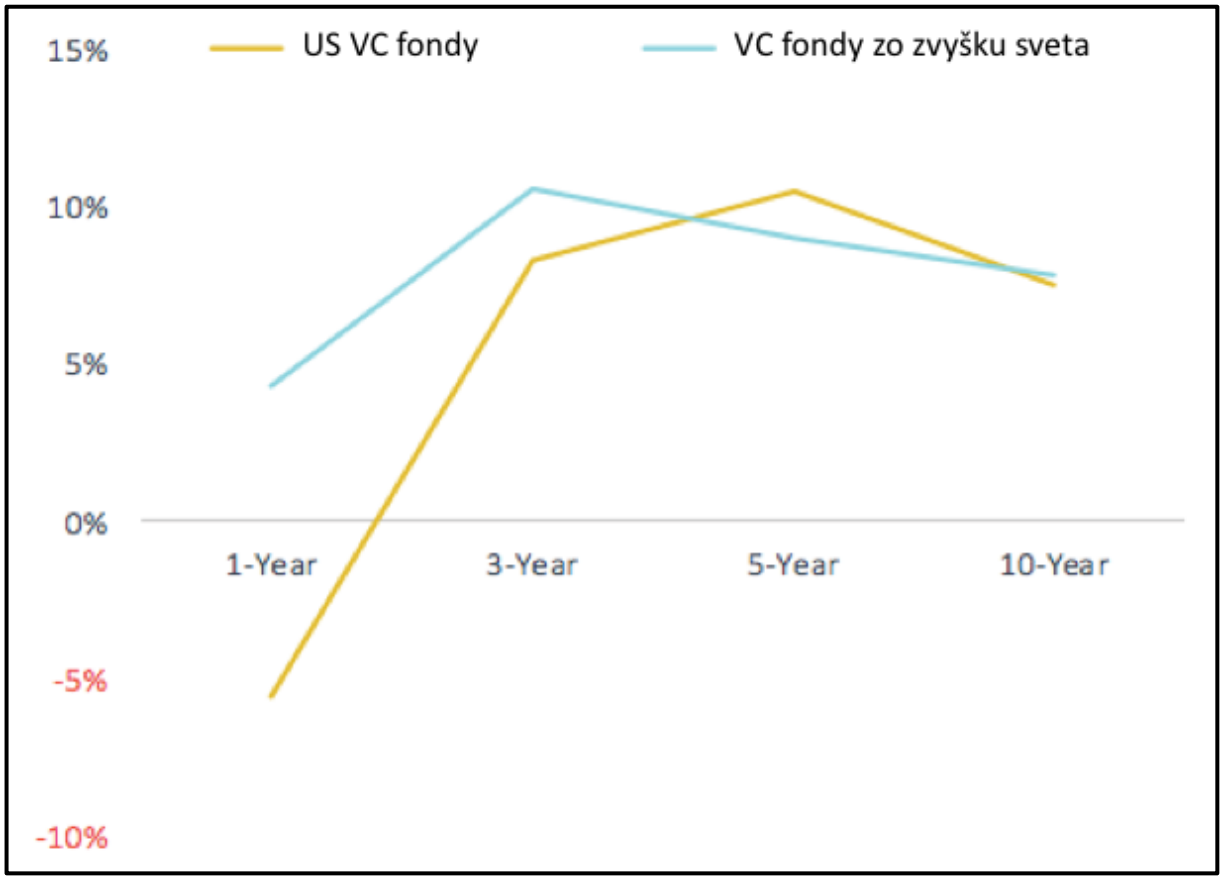
Zdroj: US VENTURE CAPITAL INDEX AND SELECTED BENCHMARK STATISTICS

Obrázok 2.4.1 ukazuje výkonnosť VC fondov v USA podľa doby, kedy vznikli. Na výkonnosti fondov je vidieť silná závislosť na roku v ktorom vznikli. Ak sa napríklad pozrieme na fondy, ktoré vznikli chvíľu pred Dot.com krízou v roku 1999 tak vidíme, že tieto fondy v mediáne dosahujú záporné hodnoty. Na druhú stranu fondy vzniknuté dlhšiu dobu pred Dot.com krízou sú v rámci mediánu na úrovni 37% IRR.

Tak, ako bolo spomenuté v texte vyššie, sú VC fondy odkázané na jednotky úspešných investícií, ktoré vrátia fondu niekoľkonásobok pôvodnej investície. Potvrdenie tejto teórie vidíme na porovnaní výkonnosti fondov z top 25% a zo spodných 25%. V porovnaní výkonnosti vidíme obrovský rozdiel v podstate v hociktorom roku v ktorom fondy vznikli. Ukazuje sa tak, že investori vo VC sú vysoko závislí na nájdení niekoľko spoločností s raketovým rastom. Z toho dôvodu je veľmi dôležitá dôkladná analýza projektu a jeho možnosti adaptovania sa na trhu.

Štúdia od Cambridge Associates je síce zameraná na US trh, ale môžeme predpokladať, že výkonnosť fondov v Európe a aj vo zvyšku sveta bude približne rovnaká. Ukazuje nám to štúdia od spoločnosti Pitchbook, ktorá sa zameriava na zber dát z oblasti kapitálových trhov, M&A a investícií. Na obrázku 2.4.2 – „Porovnanie výkonnosti VC fondov v USA a zvyšku sveta“ ktorá ukazuje viac menej vyrovnanú štatistiku fondov z USA a zvyšku sveta. Merané fondy sú založené v roku 2006.

Obrázok 2.4.2 - Porovnanie výkonnosti VC fondov v USA a zvyšku sveta



Zdroj: PE and VC Fund Performance Report

Z kapitoly 2 – Metódy ocenenia vo Venture Capital vidíme, že aj pre spoločnosti, u ktorých sa nedá použiť klasické DCF je niekoľko spôsobov, ako oceniť sledovanú spoločnosť. V našej práci budeme vykonávať ocenenie hlavne Venture prístupom, ale využijeme aj niektoré časti ďalších dvoch spomenutých metód k tomu, aby sme dokázali lepšie odhadnúť potenciálne tržby a náklady a tým aj predpokladanú sumu nutnej investície. Zároveň sme si ukázali spôsob, ako naložiť s vysokou rizikovosťou investície do projektu v počiatočnej fáze a to extrémnym zvýšením diskontnej sadzby až k úrovni 70%. Túto diskontnú sadzbu využijeme pri oceňovaní sledovanej spoločnosti

3 Charakteristika vybraného subjektu

3.1 Opis spoločnosti a jej produkt

Sledovaná spoločnosť XY pôsobí v oblasti mobilných aplikácií a lojalitných programov s hlavným zameraním pre reštauračné zariadenia. Hlavným produktom firmy je mobilná aplikácia pomocou ktorej môže užívateľ zbierať vernostné body vo svojich obľúbených podnikoch a po získaní určitého počtu bodov dostať od podniku odmenu. Firma vďaka mobilnej aplikácií prináša modernizáciu a technológiu 21. storočia do oblasti vernostných bodov.

Pre užívateľa aplikácia prináša odbúranie problému s príliš veľkým množstvom kartičiek, ktoré ľahko zabudne, stratí alebo len jednoducho prestane využívať. Okrem samotného základného odbúrania problému s množstvom kartičiek, prináša pre užívateľov aplikácia aj dodatočné lákadlá, ako napríklad personalizácia reklamy od obľúbených podnikov, gamifikácia, možnosť platby a rozdelenia účtu s priateľmi a podobne. Vďaka týmto funkciám získava užívateľ okrem samotných vernostných bodov a teda prípadných zliav aj dodatočné benefity, ako napríklad že sa k nemu ľahko dostane špeciálna ponuka z jeho obľúbeného podniku. Užívateľ vďaka platbe dokáže jednoducho zaplatiť a vernostné body sa mu automaticky prepíšu bez toho, aby o tom vôbec vedel, alebo cez gamifikáciu môže sledovať rebríčky a súperiť s priateľmi o to, kto v daných podnikoch ako prvý splní stanovené úlohy.

Na druhej strane pre partnerské obchody prináša vytvorenie jednoduchých a veľmi účinných marketingových nástrojov, ktoré pri správnom použití budú viesť k nárastu tržieb. Podľa marketingových odhadov tvoria lojálni zákazníci veľkú časť tržieb hlavne u menších podnikov a suma, ktorú utratia vo svojich obľúbených podnikoch je aj niekoľkonásobne vyššia, ako utratí bežný zákazník. Z toho dôvodu je pre partnerské reštaurácie možnosť ponúknutia lojalitných programov pre svojich zákazníkov dôležitá. Okrem lojalitného programu zároveň partnerské podniky získajú lepší prehľad o obľúbenosti produktov a získajú cenné dáta o spotrebiteľskom chovaní svojich zákazníkov. Ako poslednou výhodou, ktorú partnerské obchody majú, je ďalší

a pomerne jednoduchý kanál ako dostať mimoriadne ponuky k svojím zákazníkom. Práve vďaka aplikácií, ktorú ma užívateľ pravdepodobne stále pri sebe, dokážu špeciálne ponuky ľahko distribuovať.

Firma XY vznikla v roku 2017 a s prvotným MVP produktom prišla na trh približne v druhej polovici roku 2017. Prvotný predaj a teda overovanie trhu prišlo ale až v polovici roku 2018. Do tejto doby sa firma sústredila hlavne na vývoj a vylepšenie aplikácie. V súčasnej dobe firma pôsobí len na Slovenskom trhu a po spustení prvotného marketingu a predaja sa spoločnosť dostala k dnešnému dňu približne na čísla 80 partnerských podnikov a 15 000 registrovaných užívateľov.

3.2 Business Model

Pred samotnou analýzou firmy a jej potenciálom budúceho rastu je nutné si v prvom rade určiť business model, ktorý firma má. Ako sme si popísali vyššie v opise spoločnosti a jej produktu, prináša spoločnosť pridanú hodnotu pre dve skupiny, partnerské podniky a užívateľov, ktorí radi svoj voľný čas trávia v reštauráciách a podnikoch, ktoré vystihujú ich životný štýl. Na základe tejto definície sa pre firmu črtajú 2 hlavné revenue streami, z ktorých môžu firme prúdiť tržby:

Subscription fee

Najviac prirodzeným spôsobom, ako môže firma generovať tržby je takzvané subscription fee, kedy partnerské podniky platia pravidelný mesačný poplatok za možnosť byť zobrazený v aplikácií a poskytovať svojím zákazníkom lojalitné výhody, ktoré aplikácia ponúka. V súčasnej dobe spoločnosť je mesačné Subscription fee pre partnerské podniky na slovenskom trhu nastavené v priemere na 50 Eur mesačne. Tento poplatok však samozrejme závisí od očakávaných priemerných útrat užívateľov v partnerských podnikoch. Z toho dôvodu bude priemerný mesačný poplatok krajinu od krajiny rozdielny.

Transaction fee

Spoločnosť plánuje uviesť do aplikácie aj možnosť platby, vďaka ktorej budú užívatelia cez aplikáciu robiť vysoké obraty transakcií. Z týchto transakcií sa môže spoločnosť dostať na určité percento, ktoré si bude z transakcie strhávať. Odhadované percento, ktoré si bude môcť spoločnosť strhávať je v rozmedzí od 0,5 až po 1,5%. Celkové percento podľa odhadov bude závisieť na výške transakcií, ktoré cez aplikáciu pôjdu.

Ostatné príjmy

Okrem dvoch hlavných revenue streamov očakávame, že firma môže generovať aj dodatočné príjmy z menších, skôr sprievodných aktivít, ktoré budú hlavne podporovať vyššie dve uvedené spôsoby generovania tržieb. Jedným takýmto príjmom môže byť napríklad vytvorenie zamestnaneckých benefitov pre zamestnancov firiem formou dobitia kreditu, ktorý môžu zamestnanci utratiť v čase obeda v jednom z partnerských podnikov. Okrem generovania určitého množstva tržieb sa dá napríklad táto aktivita ohodnotiť aj ako podporná aktivita, pomocou ktorej dokáže firma ľahšie získavať partnerské podniky a priniesť im vyššiu pridanú hodnotu.

Súhrn odhadovaných revenue streamov môžeme vidieť v tabuľke 3.2.1 – „Odhadované spôsoby príjmov spoločnosti XY“

Tabuľka 3.2.1 – Odhadované spôsoby príjmov spoločnosti XY

Sposob príjmov	Odhadovaný podiel	Opis príjmu
Tržby z prevádzok	70%	Pravidelný mesačný poplatok
Tržby z transakcií	25%	Podiel na zrealizovaných platbách
Tržby ostatné	5%	Doprovodné príjmy spoločnosti

Zdroj: Vlastné spracovanie

Odhadované rozdelenie tržieb je v tejto časti práce uvádzané len ako pomôcka, ktorú využijeme pri projekcií tržieb spoločnosti na nasledujúce roky, hneď po tom, ako si určíme veľkosť trhu na ktorom spoločnosť pôsobí. Skutočný podiel tržieb, ktoré budú jednotlivé kanály predstavovať uvidíme až po vypracovaní podrobnejšieho plánu tržieb.

3.3 Životná fáza firmy

Po vymedzení business modelu, ešte pred samotnou analýzou trhu je dobré si najskôr pozrieť v akej fáze sa firma nachádza. Jasná identifikácia životnej fázy a financovania firmy nám pomôže pri neskoršom určení hlavných bodov k zaujatiu investora.

Aj keď z finančných a účtovných výkazov pravdepodobne nedokážeme veľa zistiť, nakoľko firma vznikla len v roku 2017 a teda nemá žiadnu minulosť, je dobré sa na výkazy aspoň zbežne pozrieť.

Výkaz zisku a strát

Po zhodnotení business modelu sa ako prvé pozrieme na Výnosy spoločnosti za roky 2017 a 2018. Tabuľka 3.3.1 – Výnosy rokov 2017 až 2018 (v EUR)

Tabuľka 3.3.1 – Výkaz zisku a strát 2017 až 2018 (v EUR)

		2017	2018
*	**Výnosy z hospodárskej činnosti spolu súčet**	**315**	**10 621**
I	Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	315	9 545
II.	Tržby z predaja dlhodobého nehmotného majetku, dlhodobého hmotného majetku a materiálu	0	1 053
III.	Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	0	23

Zdroj: Finstat.sk, Vlastné spracovanie

Tabuľka 3.3.1 ukazuje síce nárast tržieb v porovnaní rokov 2017 a 2018 ale ako vidíme, tržby sa nachádzajú na úrovni len niekoľko jednotiek tisíc eur ročne. Takto nízke tržby po roku a pol fungovania môžu nabádať k otázke, či trh prijal produkt, ktorý spoločnosť ponúka. Ako vidíme spoločnosť má v súčasnej dobe už 80 partnerských podnikov a vyše 15 000 registrovaných užívateľov. Tieto čísla firma dosiahla počas úplne najrannejšej fáze, bez veľkých predajných alebo marketingových

aktivít. Z nášho pohľadu môžeme teda predpokladať, že prvotné náznaky uchytenia na trhu spoločnosť začína vykazovať. Tržby spoločnosti za rok 2018 boli nízke aj z toho dôvodu, že k tomu aby sa firma dostala na trh, musela u svojich prvých partnerských prevádzok mať prihlásenie zdarma, alebo za veľmi nízku cenu. Pri súčasných 80 prevádzkach a 50 eurách na prevádzku vygeneruje firma XY približne 48 000Eur bez akéhokoľvek ďalšieho rastu.

Doterajšie financovanie

Ako vidíme v tabuľke 3.3.1, tak tržby spoločností sú tak malé, že spoločnosť musí byť jednoznačne financovaná z externých zdrojov. Spôsob financovania môžeme vidieť z vybraných položiek súvahy. Tabuľka 3.3.2 – Vybrané položky súvahy spoločnosti XY 2017 až 2018 (v EUR)

Tabuľka 3.3.2 - Vybrané položky súvahy spoločnosti XY 2017 až 2018 (v EUR)

		2017	2018
A.I	**Základné imanie súčet**	**6 250**	**6 250**
A.I.1	Základné imanie a zmeny základného imania	6 250	6 250
B	**Záväzky**	**34 240**	**144 814**
B.IV	**Krátkodobé záväzky okrem rezerv, úverov a výpomoci súčet**	**34 240**	**144 814**
B.IV.1	Krátkodobé záväzky z obchodného styku súčet	9 629	2 966
B.IV.2	Záväzky voči zamestnancom a zo sociálneho poistenia	0	14
B.IV.3	Daňové záväzky a dotácie	108	0
B.IV.4	Ostatné krátkodobé záväzky	24 503	141 834

Zdroj: Finstat.sk, Vlastné spracovanie

V tabuľke 3.3.2 vidíme vysoký nárast ostatných krátkodobých záväzkov spoločnosti, ktoré rástli z 24 503 Eur v roku 2017 na 141 834 Eur v roku 2018. Z navýšenia položky vyplýva, že firma bola financovaná cez Ostatné krátkodobé záväzky. V tejto položke by mohla firma mať buď krátkodobý bankový úver, alebo sem účtuje pôžičku od investorov. V tomto prípade je takmer isté, že firma pod Ostatné krátkodobé záväzky účtuje pôžičky od investorov.

Ak sa aj pozrieme na firmu XY a jej spoločníkov vidíme, že ako spoločníci vystupujú dve spoločnosti so zameraním na investície do rozvíjajúcich sa firiem v Seed a Pre-

seed fáze. Na základe toho predpokladáme, že doterajší vývoj firmy bol financovaný z financií investorov.

Vývoj aplikácie

Keďže firma XY má už od prvotnej fázy investora a počas prvých mesiacov firma negenerovala v podstate žiadne tržby, predpokladáme, ako sme už viac krát spomenuli, že prvotná investícia do firmy bola hlavne za účelom prvotného vývoja aplikácie a prvotného vstupu na trh. Náklady na vývoj aplikácie môžeme vidieť v tabuľke 3.3.3 – Náklady na vývoj mobilnej aplikácie.

Tabuľka 3.3.3 – Náklady na vývoj mobilnej aplikácie (v EUR)

		2017	2018
*	**SPOLU MAJETOK**	**25 693**	**77 329**
A	**Neobežný majetok**	**19 215**	**68 415**
A.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	19 215	68 415
B	**Obežný majetok**	**6 478**	**8 914**

Zdroj: Finstat.sk, Vlastné spracovanie

Z tabuľky 3.3.3 vyplýva že spoločnosť má účtovne ocenený dlhodobý nehmotný majetok na 68 415Eur. Táto položka obsahuje zo 100% vývoj aplikácie a keď položku porovnáme s financiami, ktoré do spoločnosti poskytli investori tak vidíme, že 48% financií išlo do vývoja aplikácie.

Z analýzy súčasného stavu spoločnosti vyplýva, že firma sa nachádza v seed fáze s funkčným produktom a je pripravená na následnú expanziu. Vďaka už určitej užívateľskej základni a partnerstvu s vyše 80 podnikmi na Slovensku je tu predpoklad, že spoločnosť na trhu má miesto a teda má priestor pre nasledujúcu expanziu.

3.4 Potenciálne zdroje príjmov spoločnosti

Ako sme spomínali v predchádzajúcej kapitole, súčasný business model má spoločnosť XY postavený na pravidelnom mesačnom poplatku, ktorý platia reštaurácie a podniky, v ktorých môže užívateľ aplikácie aplikáciu využiť. Okrem samotného mesačného poplatku má firma možnosť aj ďalších kanálov (revenue stream), kde sa dajú tvoriť tržby spoločnosti. K tomu, aby sme boli schopní určiť potenciálny trh spoločnosti musíme v prvom rade identifikovať 2 oblasti. Prvou oblasťou je práve identifikácia možných kanálov tvorenia tržieb. Druhou oblasťou je jasné vymedzenie, ktorý subjekt je užívateľom produktu a ktorý subjekt je platcom produktu.

V rámci vymedzenia potenciálnych revenue streamov sa nám momentálne ukazujú 2 možné oblasti:

Pravidelná mesačná platba od partnerských podnikov

Prvým a samozrejmým zdrojom príjmov je už zavedený business model v ktorom podniky platia spoločnosti za možnosť vyskytovať sa v aplikácií. Vďaka uvedenému v aplikácií môžu podniky ponúkať pre svojich zákazníkov kvalitný lojalitný systém bez toho, aby si museli náročne vyvinúť vlastný. Podnik okrem samotného lojalitného systému dostane aj prístup k potrebným dátam a online marketingovú platformu, pomocou ktorej v podstate dokáže svoje produkty predať užívateľovi už online. Pri správne nastavenej spolupráci je mesačný náklad na úrovni 50 eur rýchlo navrátený vďaka zvýšenému počtu zákazníkov.

Zavedenie platobnej metódy do aplikácie a získať poplatok z platby

Nakoľko užívatelia v podstate používajú aplikáciu najčastejšie v dobe platenia pri svojom pobyte v reštaurácií, alebo partnerskom podniku, naskytuje sa pri súčasných technológia pre spoločnosť XY možnosť integrovania platobnej metódy do aplikácie. Integrovanie platobnej metódy poskytne na jednej strane pohodlie pre reštaurácie a partnerské podniky tým, že bude prepojená platobná metóda priamo s lojalitným systémom a podnik ani zákazník sa nemusí zaoberať vernostným programom a kartičkami, pretože všetko má nahrané v jednej aplikácií. Na druhej strane sa vyskytuje príležitosť zvýšenia tržieb spoločnosti XY vďaka prípadným poplatkom za sprostredkovanie transakcie.

Druhou oblasťou k vyriešeniu pre analýzu tržného potenciálu je identifikácia subjektu, ktorý bude za službu platiť v jednotlivých revenue streamoch. Keď si znovu prejdeme jednotlivé revenue streamy, tak môžeme odhadnúť, ktorý subjekt bude v jednotlivých častiach ten, ktorý bude za službu platiť. V zásade za službu platia 2 subjekty.

Partnerské podniky a reštaurácie

Nakoľko je prvý revenue stream postavený na pravidelných mesačných platbách, sú partnerské podniky a reštaurácie absolútne prirodzeným zdrojov príjmov. U týchto podnikov je dôležité, akú pridanú hodnotu firma XY podnikom ponúkne a hlavne vo výsledku ako dokáže týmto reštauráciam zvýšiť mesačné tržby. Nakoľko pravidelný mesačný poplatok je len na úrovni niekoľko desiatok eur mesačne, je veľká pravdepodobnosť, že už pri miernom náraste počtu zákazníkov sa partnerstvo so spoločnosťou XY oplatí.

Partnerské podniky a reštaurácie na seba zároveň berú aj náklad v prípade, že spoločnosť XY začne integrovať do svojej aplikácie aj možnosť platby cez aplikáciu. Nakoľko poplatok, ktorý pôjde spoločnosti pochádza z percentuálneho poplatku z platby, tak reštauráciám sa bude oproti platbe cash znižovať tržba. Vzhľadom k tomu, že sa v súčasnej dobe vo veľkej miere platí bezhotovostne alebo pomocou

stravných lístkov, tak v podstate pre jednotlivých partnerov sa nezmení aktuálny stav. Preto možnosť platby cez mobilnú aplikáciu by nemalo predstavovať dodatočný náklad zákazníkov spoločnosti XY.

Užívatelia aplikácie

Aj keď priamo od užívateľov aplikácie nebudú pre spoločnosť pochádzať žiadne tržby, tak nepriamo sú v podstate všetky tržby závislé na aktivite užívateľov a nákupoch prostredníctvom aplikácie spoločnosti XY. Ako vidíme v dvoch vyššie popísaných revenue streamoch, sú všetky potenciálne príjmy naviazané na útratu užívateľov v partnerských reštauráciách a podnikoch. Z toho dôvodu môžeme označiť potenciálnu útratu užívateľov ako kritický bod k dosiahnutiu dostatočných tržieb pre spoločnosť.

Na základe určených potenciálnych revenue stremov a identifikácií subjektov, ktoré budú generovať príjmy do spoločnosti, sa budeme v ďalšej časti analýzy trhu zameriavať na počet reštauračných zariadení vo vybraných štátoch, na rast počtu reštauračných zariadení, priemernú ročnú útratu na človeka v reštauračných zariadeniach vo vybraných krajinách a priemernú cenu obedového menu.

4 Analýza trhu

4.1 Podobné investície

V našich podmienkach je jednou z možných ciest odhadnutia vývoja a trendov na trhu pohľad na zahraničie a investičnú aktivitu do spoločností, ktoré pôsobia v podobnej oblasti. Tento pohľad na zahraničie je v podmienkach nášho trhu vhodný z niekoľkých príčin.

Prvou z nich je v zásade niekoľkoročné oneskorenie nášho trhu oproti vyspelému západnému trhu. Síce to neplatí vo všetkých oblastiach, ale aj tak je to vhodný spôsob ako sa pozrieť na predpokladaný vývoj trhu. Ako príklad nám môžu slúžiť veľmi úspešné spoločnosti na našom trhu, ako je napríklad Slevomat alebo Dáme Jídlo. Obe spoločnosti vznikli na základe inšpirácie zo zahraničia. V prípade Slevomatu to bola inšpirácia v anglickej spoločnosti Groupon a v prípade Dáme Jídlo úspech nemeckej skupiny Rocket Internet a ich firmy Delivery Hero, ktorá rieši práve Food Delivery.

Ďalšou príčinou prečo sa pozerať na zahraničné investície je zhodnotenie množstva financií a počet subjektov aktívnych v podobnej oblasti, v akej pôsobí naša firma. Túto informáciu je vhodné mať hlavne v prípade, ak do budúcnosti plánujeme ďalšie väčšie kolo investovania, alebo plánujeme zhodnotiť naše prostriedky formou exitu zo spoločnosti. Okrem subjektov, ktoré nám logicky vyplynú ako možní partneri do budúcnosti, vidíme aj približné čiastky, ktoré firmy v určitých veľkostiach a jednotlivých investičných kolách získali. To nám môže výrazne pomôcť pri hľadaní a vyjednávaní prípadného ďalšieho investičného kola.

Zároveň vďaka prehľadu o zainvestovaných firmách v rovnakej alebo podobnej oblasti vieme odhadnúť našu potenciálnu konkurenciu. Či už v podobe konkurenta, ktorý môže vstúpiť na náš domáci trh, alebo konkurenta s ktorým sa stretneme v prípade expanzie na zahraničné trhy. Vo väčšine prípadov u začínajúcich, rýchlo rastúcich spoločností vieme približne zistiť, ktorým smerom a na ktoré trhy sa budú

uberať. To nám môže pomôcť jednak v hodnotení konkurencie a jednak v rozhodovaní na ktorý trh chceme expandovať.

Ako vidíme z textu v tejto kapitole, prieskum podobných firiem v rovnakej oblasti ako je ta naša je z viacerých dôvodov vhodný. Preto sme vytvorili prieskum investícií v oblasti lojality a mobilných aplikácií pre malé a stredné podniky. Prehľad firiem pohybujúcich sa v danej oblasti je zobrazený v tabuľke 4.1.1 – „Prehľad investícií v oblasti lojality a služieb pre malé a stredné reštaurácie a podniky“

Tabuľka 4.1.1 – prehľad investícií v oblasti lojality a služieb pre malé a stredné reštaurácie a podniky

Firma	HQ	Rok založenia	Celkom v investíciách (mil USD)	Posledné investičné kolo (rok)	Posledné investičné kolo (mil USD)	Valuácia
Bypass	USA	2010	$12,73	2016	$9,00	
Cloud4Wi	USA	2013	$13,14	2017	$11,50	$46,50
FiveStars	USA	2011	$80,40	2016	$50,00	$226,06
Flyt (Payment Ap	UK	2013	$13,38	2016	$13,25	$25,46
Lavu	USA	2010	$13,38	2015	$15,00	$25,00
LevelUp	USA	2008	$96,75	2017	$50,00	$286,70
Lightspeed POS	USA	2005	$264,31	2017	$166,00	
OrderBird	Nemecko	2011	$31,60	2016	$22,62	
Presto(California)	USA	2008	$54,14	2017		
Punchh	USA	2010	$28,77	2018	$20,00	$143,80
ShopKeep	USA	2008	$87,58	2016	$6,10	
Soundtrack Your I	Švedsko	2013	$35,07	2017	$27,00	
TabbedOut	USA	2009	$35,04	2015	$23,50	$83,50
TableSafe	USA	2011	$25,58	2018	$5,20	
Tapingo	USA	2010	$57,70	2016	$30,00	
TouchBistro	Kanada	2010	$78,61	2018	$54,93	
Velocity Mobile	UK	2014	$35,32	2018	$22,50	
Wynd	Francúzsko	2013	$38,80	2016	$32,42	
Zenreach	USA	2011	$73,37	2017	$30,00	$210,00
Celkom			**$1 075,67**		**$589,02**	

Zdroj: Pitchbook Data, Vlastné spracovanie

Tabuľka 4.1.1 ukazuje, že nami sledovaná spoločnosť sa nachádza na trhu, kde v nedávnom období bolo realizovaných niekoľko väčších investičných kôl. Údaje dohľadaných firiem z podobnej oblasti ukazujú, že výška celkových investícií nami dohľadaných zafinancovaných firiem presahuje úroveň jednej miliardy dolárov, pričom až 589 miliónov dolárov bolo zainvestovaných od roku 2015 a ďalej. Z tabuľky ďalej plynie, že na zahraničných trhoch je niekoľko spoločností, ktorých valuácia sa pohybuje v stovkách miliónov dolárov. Aby sme dokázali lepšie pochopiť či uvedené spoločnosti, ktoré sú v tabuľke 4.1.1 majú podobný business model ako

naša spoločnosť, tak sa bližšie pozrieme na 3 spoločnosti, ktoré majú podľa investorov najväčšiu post money valuáciu a porovnáme tieto spoločnosti.

LevelUp

Spoločnosť LevelUp je v našej tabuľke ohodnotená na úrovni 280 miliónov dolárov po investícií v roku 2017 vo výške 50 miliónov dolárov. Spoločnosť LevelUp sa špecializuje na kombináciu vytvorenia whitelabel aplikácií pre malé a stredné podniky a poskytnutia mobilných platieb a platobných terminálov. Firma XY oproti LevelUp nevytvára pre podniky a reštaurácie whitelabel aplikáciu, ale ukladá všetky partnerské podniky do svojho „marketplacu". Výhodou spoločnosti LevelUp je poskytnutie platobného terminálu pre podniky. Táto možnosť je hlavne pre malé a stredé podniky veľmi výhodná, pretože z veľkej časti rieši ich problém s tým, ako efektívne vyberať platby od zákazníkov a evidencie tržieb. Spoločnosť LevelUp má podľa vyjadrenia spoločnosti približne 12 000 partnerský podnikov, ktoré platia pravidelný mesačný poplatok. Okrem investície v roku 2017 vo výške 50 miliónov dolárov prešla v roku 2018 spoločnosť aj predajom a exitom investorov. Celú spoločnosť kúpil americký gigant na trhu rozvozu jedál GrubHub za 390 miliónov dolárov.

FiveStars

Druhou najhodnotnejšou firmou z našich údajov bola spoločnosť FiveStars. Pri pohľade na túto firmu a porovnanie s našou firmou XY vidíme omnoho väčšie prepojenie a podobnosť business modelov. Firma FiveStars má vlastnú mobilnú aplikáciu, prostredníctvom ktorej lokálnym podnikom poskytuje možnosť lojalitných programov, marketingových aktivít a balíčkov pre partnerské podniky a možnosť platby pre užívateľov. V podstate služby, ktoré spoločnosť FiveStars ponúka sú veľmi podobné službám, ktoré ponúka alebo plánuje ponúkať aj naša spoločnosť XY. V dobe investície vo výške 50 miliónov dolárov, ktorá firmu ocenila na 226 miliónov dolárov mala firma podľa vyjadrenia investorov a CEO firmy približne 10 000 partnerských podnikov a 10 miliónov aktívnych užívateľov. Business model firmy FiveStars je pritom tiež postavený na rovnakých bodoch ako model firmy XY. FiveStars sa ale okrem reštaurácií a podnikov okolo životného štýlu človeka zameriava aj na menšie

butiky predávajúce oblečenie, spa alebo wellnes. Čiastka, ktorú si firma FiveStars stanovila ako pravidelnú mesačnú platbu je 300 dolárov, čo je výrazne nižšie ako firma XY.

ZenReach

Treťou najhodnotnejšou firmou z nášho zoznamu je firma s názvom ZenReach. Táto firma sa tiež orientuje na lojalitný program pre partnerské obchody. Avšak samotný spôsob ako lojalitný program a s ním okolitý marketing robia je trochu odlišný od predchádzajúcich 2 firiem. Firma ZenReach podľa lokalizácie dokáže určiť, kedy sa užívateľ nachádza blízko svojho obľúbeného podniku a vtedy pomocou rôznych notifikácií motivuje užívateľa, aby obchod navštívil. Po návšteve obchodu následne ukáže užívateľovi možné zľavy, ktoré môže mať a tak zvyšuje pravdepodobnosť že užívateľ uskutoční nákup v danom obchode. Tento model je značne odlišný od modelu, ktorý má firma XY. V každom prípade aj napriek odlišnosti sa dá povedať, že firma cieli na podobné podniky a reštaurácie a podobne, ako aj ďalšie firmy s veľkou investíciou. Preto aj túto firmu dokážu investori zaradiť v podstate do rovnakej kategórie ako predchádzajúce firmy, len s iným prístupom k tomu, ako lojalitný program a zvýšenie tržieb pre partnerské podniky zabezpečiť.

Aj po analýze ostatných podnikov, ktoré uvádzame v tabuľke 4.1.1 vidíme že vytváranie balíčka, ktorý určitým spôsobom poskytne kombináciu lojalitného programu, marketingových aktivít a platobnej metódy je pre reštaurácie a menšie a stredné podniky pôsobiace na voľnočasovom trhu zaujímavé.

Aj keď vybrané firmy vo väčšine prípadov pôsobia na trhu v USA, môžeme informáciu, že reštaurácie a podniky majú o balíček služieb ktoré ponúka firma XY záujem. Spoločnosť XY expanziu do USA neplánuje, ale ako sme spomenuli aj v texte vyššie v tejto kapitole, je určitý predpoklad že záujem o produkt bude aj na našich trhoch. Z časti to potvrdzuje aj fakt, že v tabuľke 5.1.1 sa nachádza pár európskych firiem na trhoch, ktoré sú nám omnoho bližšie ako je Nemecko, Francúzsko alebo

Švédsko. V ďalšej časti práce si rozoberieme veľkosť trhu na ktorom sa spoločnosť pohybuje, aby sme videli, či je trh dostatočne veľký na to, aby bolo pre spoločnosť XY výhodné na ňom pôsobiť

4.2 Veľkosti trhu

Ako sme videli už v predchádzajúcej kapitole 2.4 – Požadované zhodnotenie investície je pre firmu v úvodnej fáze rastu dôležitých niekoľko faktorov. Jedným z hlavných faktorov je práve potenciál rastu, ktorý sa odvíja hlavne od kvality produktu a veľkosti trhu. Na základe týchto kritérií je vhodné urobiť analýzu veľkosti trhu a zhodnotenie trendov, ktoré sú na trhu. Analýza trendov je dôležitá z toho dôvodu, aby sme videli, či spoločnosť XY ide so svojím produktom v smere trendov trhu a preto sa nemusíme v krátkom a strednom období obávať že sa potenciálny trh pre spoločnosť bude znižovať.

Po zhodnotení potenciálnych revenue stream a subjektov, ktoré pre spoločnosť môžu generovať tržby, ktoré sme vymedzili v predchádzajúcej kapitole sa následne presunieme k samotnej analýze trhu, jeho veľkosti a smerovaniu. Táto analýza nám pomôže v ďalších odhadoch rastu tržieb a vývoja podniku.

Ako sme si určili v predchádzajúcej kapitole vidíme 3 vertikály, cez ktoré ma spoločnosť potenciál generovania tržieb:

- Pravidelná mesačná platba od partnerských podnikov
- Platobná metóda v aplikácií a participácie na poplatkoch
- Ostatné tržby

Ako na prvú vertikálu sa pozrieme na tú, ktorá z momentálneho hľadiska predstavuje pre spoločnosť najprirodzenejšiu cestu k rastu tržieb a zároveň partnerstvo s reštauráciami a „podnikmi životného štýlu“ a je základným kameňom úspechu spoločnosti.

4.2.1 Analýza trhu reštauračných zariadení

Nakoľko tržby spoločnosti v tejto vertikále sa odvíjajú od počtu partnerských podnikov, je základným bodom tržnej analýzy zhodnotenie situácie na reštauračnom trhu a subjektov na trhu, ktoré vystupujú ako potenciálne partnerské podniky. Keďže firma XY v súčasnosti pôsobí plne len na Slovensku, je vhodné si ako prvé prejsť slovenský trh a následne trhy, na ktoré v krátkej dobe bude alebo z nášho pohľadu môže expandovať.

Keď sa pozrieme na trh z hľadiska počtu reštaurácií, čo považujeme za najlepší bod ako odhadnúť potenciálnu veľkosť trhu. K zisteniu odhadovaného počtu reštauračných zariadení na Slovensku využijeme štatistiky európskeho štatistického úradu, ktorý uvádza že na Slovensku je približne 10 000 reštauračných podnikov. Presné vyčíslenie zobrazuje tabuľka 4.2.1.1 – Počet reštaurácií na SVK.

Tabuľka 4.2.1.1 – Počet reštaurácií a reštauračných podnikov na Slovensku

Počet reštarácií	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viac jako 250 zamestnancov							
% z celku							
50 až 249 zamestnancov			15		21	26	
% z celku			*0,16%*		*0,22%*	*0,26%*	
20 až 49 zamestnancov	112	73		121			123
% z celku	*1,22%*	*0,74%*		*1,31%*			*1,15%*
10 až 19 zamestnancov	354	410	383	405	346	493	263
% z celku	*3,87%*	*4,14%*	*4,08%*	*4,40%*	*3,62%*	*4,84%*	*2,46%*
2 až 9 zamestnancov	3 044	3 248	3 310	2 236	2 842	3 256	4 000
% z celku	*33,26%*	*32,83%*	*35,25%*	*24,27%*	*29,76%*	*31,94%*	*37,41%*
0 až 1 zamestnanec	5 617	6 145	5 623	6 432	6 244	6 330	6 278
% z celku	*61,37%*	*62,11%*	*59,86%*	*69,81%*	*65,36%*	*62,10%*	*58,72%*
Celkom reštaurácií	**9 152**	**9 894**	**9 391**	**9 213**	**9 551**	**10 194**	**10 692**
Medziročný rast		*8,11%*	*-5,08%*	*-1,90%*	*3,67%*	*6,73%*	*4,89%*

Zdroj: Vlastné spracovanie, Eurostat

Ako vidíme z tabuľky 4.2.1.1, tak na slovenskom trhu v roku 2016 bol z pohľadu businessu zaujímavý počet reštaurácií na úrovní 10 692. Z našich dát vyplýva, že približne až 60% reštaurácií má maximálne jedného zamestnanca. Je otázka, nakoľko sú tieto podniky vhodné pre náš sledovaný subjekt ako partnerské podniky. Jedná sa totiž o maličké podniky, ktoré sú z najväčšou pravdepodobnosťou riadené a obsluhované len majiteľmi a pravdepodobne sa ani nenachádzajú v oblasti, kde by využili lojalitný systém, alebo by dosahovali dostatočné tržby a mali dosť zákazníkov k tomu, aby museli zavádzať lojalitné programy.

K zisteniu vhodných partnerov je dobré si pozrieť aj tržby, ktoré reštaurácie v daných kategóriách dosahujú. Tabuľka 4.2.1.2 – Obrat v reštauračných zariadeniach na Slovensku zobrazuje obrat, ktorý reštaurácie v jednotlivých veľkostných kategóriách dosahujú

Tabuľka 4.2.1.2 – Obrat v reštauračných zariadenia na Slovensku (v tis. EUR)

Obrat (v tisíckach eur ročne)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viac ako 250 zamestnancov							
% z celku							
50 až 249 zamestnancov			42 000		68 100	79 100	
% z celku			5,38%		7,16%	9,09%	
20 až 49 zamestnancov	71 200	60 800		91 300			150 300
% z celku	10,77%	7,21%		10,56%			15,51%
10 až 19 zamestnancov	122 600	141 900	161 000	248 100	225 200	189 500	98 000
% z celku	18,54%	16,83%	20,64%	28,71%	23,68%	21,77%	10,11%
2 až 9 zamestnancov	240 000	349 600	368 100	291 900	330 400	293 400	418 300
% z celku	36,30%	41,46%	47,18%	33,77%	34,74%	33,71%	43,16%
0 až 1 zamestnanec	120 600	185 300	119 200	156 600	216 600	183 800	170 800
% z celku	18,24%	21,97%	15,28%	18,12%	22,77%	21,12%	17,62%
Celkom	**661 200**	**843 300**	**780 200**	**864 300**	**951 100**	**870 300**	**969 200**

Zdroj: Vlastné spracovanie, Eurostat

Z tabuľky 4.2.1.2 vyplýva, že aj napriek tomu že počtom objektov tvoria mini reštaurácie a podniky skoro 60% všetkých subjektov na slovenskom trhu, tak ich tržby tvoria len 17,62% tržieb celého trhu. Oproti tomu skoro polovicu tržieb tvoria podniky s 2 až 9 zamestnancami a zvyšných vyše 30% tržieb podniky, ktoré majú 10 a viac zamestnancov. Okrem vysokých tržieb je u týchto podnikov aj predpoklad, že ich zákazníci sú potenciálnou skupinou ľudí, ktorí by mohli aplikáciu spoločnosti XY využívať. Navyše aj z pohľadu predaja a predajného procesu je pre firmu vhodné oslovovať podniky väčšej veľkosti. Tabuľka 4.2.1.3 – Ročné tržby prepočítané na jednu reštauráciu (tis. EUR), ukazuje aké priemerné tržby dosahujú reštaurácie jednotlivých veľkostí.

Tabuľka 4.2.1.3 - Ročné tržby prepočítané na jednu reštauráciu na Slovensku (v tis. EUR)

Obrat na 1 reštauráciu (v tisíckach eur ročne)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viac jako 250 zamestnancov	:	:	:	:	:	:	:
50 až 249 zamestnancov	:	:	2 800	:	3 243	3 042	:
20 až 49 zamestnancov	636	833	:	755	:	:	1 222
10 až 19 zamestnancov	346	346	420	613	651	384	373
2 až 9 zamestnancov	79	108	111	131	116	90	105
0 až 1 zamestnanec	21	30	21	24	35	29	27
Celkom	**72**	**85**	**83**	**94**	**100**	**85**	**91**

Zdroj: Vlastné spracovanie, Eurostat

Tabuľka 4.2.1.3 ukazuje, že skutočne najmenšie podniky nedosahujú dostatočné tržby na to, aby produkt spoločnosti XY bol pre nich zaujímavý a zároveň pre spoločnosť XY nie sú tieto podniky zaujímavé, či už z hľadiska sales procesu alebo potenciálnej užívateľskej báze. Na druhej strane na trhu je niekoľko subjektov, ktoré dosahujú miliónové tržby ročne a takmer s určitosťou prevádzkujú sieť reštaurácií. Tento typ reštaurácií je pre spoločnosť XY výhodný aj z pohľadu toho že nasadenie u týchto subjektov prináša celkovo vyššie tržby. Vďaka jednorazovému nasadeniu na viac ako jednej pobočke a zároveň z pohľadu marketingu to dáva spoločnosti XY veľký zmysel.

Teraz, keď máme určené koľko sú priemerné tržby na jednu reštauráciu v jednotlivých veľkostiach, sme schopní približne odhadnúť, pre aký podiel existujúcich reštaurácií je náš produkt vhodný. V zásade platí, že čím väčšie ročné tržby reštaurácia má, tým viac sa jej využívanie služieb spoločnosti XY oplatí. Je to z toho dôvodu, že len malý percentuálny nárast tržieb, prostredníctvom nových pravidelných zákazníkov, zvýši v absolútnom čísle reštaurácií tržbu tak, aby sa zaplatil náklad na využívanie služieb firmy XY.

Po zvážení dát ukazujúcich priemernú tržbu na jednu reštauráciu v jednotlivých veľkostných kategóriách sme vytvorili odhad počtu reštaurácií, pre ktoré je služba vhodná. Odhadovaný počet reštaurácií na Slovensku v roku 2016 je uvedený v tabuľke 4.2.1.4

Tabuľka 4.2.1.4 – Potenciálny počet vhodný reštaurácií na Slovensku v roku 2016

Počet zamestnancov	Podiel reštaurácií, pre ktoré je služba vhodná	Počet vhodných reštaurácií v roku 2016
Viac jako 250 zamestnancov	100%	0
50 až 249 zamestnancov	100%	0
20 až 49 zamestnancov	90%	111
10 až 19 zamestnancov	90%	237
2 až 9 zamestnancov	50%	2 000
0 až 1 zamestnanec	10%	628
Celkom		**2 975**

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podľa našich výpočtov v tabuľke je potenciálny počet vhodných reštaurácií na Slovensku v roku 2016 na úrovni 2 975 reštaurácií. Z doteraz ukázaných tabuliek z nášho pohľadu vyplýva, že na Slovensku ako domácom trhu, kde aplikácia vznikla, je dostatočný počet subjektov, o ktoré sa môže firma zaujímať.

Z doterajších výsledkov firmy zároveň usudzujeme, že firma má aj produkt, o ktorý bude na trhu záujem. Tento predpoklad vychádza z toho, že spoločnosť je už nasadená u vyše 80 podnikov a má 15 000 užívateľov. Produkt preto považujeme za vhodný na trh reštauračných zariadení a ďalšia expanzia je otázkou dobrej exekúcie.

Spoločnosť XY každopádne má za svoj hlavný produkt mobilnú aplikáciu, vďaka čomu expanzia na zahraničné trhy je pomerne jednoduchá. Už v priebehu roku 2019 bude prebiehať expanzia na český trh a potom sa plánuje expanzia aj ďalej do okolitých krajín. Z toho dôvodu sa pri analýze potenciálneho trhu nedá brať len slovenský trh, ale je nutné sa pozrieť aj na veľkosti okolitých trhov. V súčasnej dobe vidíme pre spoločnosť potenciál v nasledujúcich trhoch:

- Česká republika
- Nemecko
- Maďarsko
- Rakúsko
- Poľsko

- Rumunsko

Z pohľadu blízkej expanzie je druhým najzaujímavejším trhom, trh v Českej republike, kde už v súčasnosti firma začína svoju expanziu a má niekoľko partnerských pobočiek v Prahe. Prvým krokom rovnako ako pri Slovensku, si pozrieme počet reštaurácií v jednotlivých kategóriách. Počet reštaurácií zobrazuje tabuľka 4.2.1.5 – Počet reštauračných zariadení v ČR

Tabuľka 4.2.1.5 – Počet reštauračných zariadení v ČR

Počet reštaurácií	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viac jako 250 zamestnancov	5	5	5	5	5	5	5
% z celku	*0,01%*	*0,01%*	*0,01%*	*0,01%*	*0,01%*	*0,01%*	*0,01%*
50 až 249 zamestnancov	29	29	29	29	29	28	29
% z celku	*0,06%*	*0,06%*	*0,06%*	*0,06%*	*0,06%*	*0,06%*	*0,06%*
20 až 49 zamestnancov	487	487	490	478	479	473	482
% z celku	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*
10 až 19 zamestnancov	731	730	736	716	719	710	724
% z celku	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*
2 až 9 zamestnancov	12 876	12 861	12 960	12 620	12 662	12 511	12 750
% z celku	*26,43%*	*26,43%*	*26,43%*	*26,43%*	*26,43%*	*26,43%*	*26,43%*
0 až 1 zamestnanec	34 590	34 549	34 815	33 903	34 013	33 609	34 251
% z celku	*71,00%*	*71,00%*	*71,00%*	*71,00%*	*71,00%*	*71,00%*	*71,00%*
Celkom	**48 718**	**48 661**	**49 035**	**47 750**	**47 906**	**47 336**	**48 241**
Medziročný rast		*-0,12%*	*0,77%*	*-2,62%*	*0,33%*	*-1,19%*	*1,91%*

Zdroj: Vlastné spracovanie, vlastné odhady, Eurostat

Z tabuľky 4.2.1.5 sa ukazuje, že čo sa týka počtu subjektov v oblasti reštaurácií a mobilného občerstvenia je v Českej republike omnoho viac potenciálnych partnerov ako na Slovensku. V celkovom počte je to vyše 4 krát toľko subjektov. Pre zachovanie rovnakého zdroja pre všetky krajiny sme aj pri Českej republike vychádzali z dát Eurostatu, ktorý pre Česko nezobrazuje rozdelenie podnikov v reštauračnom businesse na jednotlivé veľkostné kategórie. Pre počty podnikov sme použili porovnanie so Slovenskom a náš kvalifikovaný odhad.

Aby sme si overili, že firmy dosahujú dostatočné tržby k tomu, aby boli partnerským podnikom, pozrieme sa na tržby na jeden podnik podľa veľkostných kategórií. Tržby

na jeden podnik nám ukazuje tabuľka 4.2.1.6 – Tržby na jeden podnik rozdelené podľa veľkosti podniku v ČR (v tis. EUR)

Tabuľka 4.2.1.6 – Tržby na jeden podnik rozdelené podľa veľkosti podniku v ČR (v tis. EUR)

Obrat na 1 reštauráciu (v tisíckach eur ročne)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viac jako 250 zamestnancov	6 308	6 505	6 133	5 966	5 832	6 283	6 858
50 až 249 zamestnancov	3 154	3 253	3 066	2 983	2 916	3 141	3 429
20 až 49 zamestnancov	1 009	1 041	981	955	933	1 005	1 097
10 až 19 zamestnancov	379	390	368	358	350	377	411
2 až 9 zamestnancov	103	106	100	97	95	102	112
0 až 1 zamestnanec	25	26	24	24	23	25	27
Celkom	**63**	**65**	**61**	**60**	**58**	**63**	**69**

Zdroj: Vlastné spracovanie, vlastné odhady, Eurostat

Nami odhadované tržby na jeden podnik ukazujú rovnaké výsledky ako tržby na jeden podnik na slovenskom trhu. Z odhadovaných tržieb na jeden podnik vidíme, že podniky kde je 0 až 1 zamestnanec vo väčšine prípadov budú dosahovať príliš nízke tržby na to, aby sa im oplatil lojalitný systém a pravdepodobne ich zákaznícka báza ani nebude skupina, ktorá by bola cieľovou skupinou užívateľov. Na druhú stranu tak ako na Slovensku aj v Česku ďalšie veľkostné skupiny reštaurácií dosahujú zaujímavé tržby na to, aby boli pre nich služby spoločnosti XY prínosné. Nakoľko sú tržby na jednu reštauráciu veľmi podobné ako na Slovensku, použijeme rovnaké percenta na určenie podielu reštaurácií, ktoré označíme ako potenciálnych zákazníkov. Tak vymedzíme trh v Českej republike. Vymedzenie trhu je znázornené v tabuľke 4.2.1.7

Tabuľka 4.2.1.7 – Potenciálny počet vhodný reštaurácií v Českej republike v roku 2016

Počet zamestnancov	Podiel reštaurácií, pre ktoré je služba vhodná	Počet vhodných reštaurácií v roku 2016
Viac jako 250 zamestnancov	100%	5
50 až 249 zamestnancov	100%	29
20 až 49 zamestnancov	90%	434
10 až 19 zamestnancov	90%	651
2 až 9 zamestnancov	50%	6 375
0 až 1 zamestnanec	10%	3 425
Celkom		**10 919**

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z pohľadu veľkosti trhu je pre našu sledovanú spoločnosť český trh niekoľkonásobne väčší. Navyše podobnosť trhov medzi Českom a Slovenskom je obrovská. Dá sa preto

predpokladať, že ak počítame, že produkt sa ujal na slovenskom trhu, ujme sa aj na trhu v Českej republike.

Dôležitým bodom v analýze trhu pre novú inovatívnu firmu je vývoj a rast trhu. V rámci smerovania trhu si tiež myslíme, že spoločnosť XY je na trhu, ktorý má pre firmu pozitívny vývoj. Prvým dôvodom je rast celkových útrat v reštauračných zariadeniach. V tabuľke 4.2.1.2 vidíme zvýšenie tržieb o skoro 50% v porovnaní rokov 2016 a 2010. Zároveň vidíme aj mierny nárast počtu reštauračných podnikov v sledovaných rokoch. Pre spoločnosť je hlavné, koľko je na trhu reštaurácií a teda potenciálnych zákazníkov, čo v priebehu rokov nemalo buď skoro žiadnu alebo minimálnu rastúcu tendenciu. V prípade rastu obratu v reštauračných zariadeniach, predpokladáme minimálny rast trhu a spoločnosť sa nemusí obávať že by klienti, chceli odísť pre nedostatok tržieb.

Na základe vývoja počtu podnikov sme určili odhadovaný počet vhodných podnikov na nasledujúce roky. Odhad potenciálneho trhu je zobrazený v tabuľke 4.2.1.8

Tabuľka 4.2.1.8 – vývoj veľkosti trhu reštaurácií v Českej republike a na Slovensku

Počet vhodných podnikov SVK + ČR								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Počet vhodných podnikov SVK	2 975	3 064	3 126	3 173	3 204	3 236	3 269	3 301
Počet vhodných podnikov ČR	10 919	11 247	11 472	11 644	11 760	11 878	11 997	12 117
Celkom	13 895	14 311	14 598	14 817	14 965	15 114	15 266	15 418
Medziročný rast		*3,00%*	*2,00%*	*1,50%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*

Zdroj: Vlastné spracovanie

Potenciálny celkový trh v súčasných hlavných dvoch trhoch je podľa našich odhadov až na úrovni nad 15 000 potenciálnych klientov. Takúto veľkosť trhu považujeme za dostačujúcu k tomu, aby spoločnosť na trhu dokázala vytvoriť dostatočné tržby a aby mohla v budúcnosti ziskovo pôsobiť a bola zaujímavým targetom pre prípadného kupcu.

Pri pohľade na trh firiem ktoré dodávajú reštauráciám nové inovatívne služby v Českej republike a na Slovensku vidíme aj niekoľko úspešných príbehov firiem. Ako príklad

môžeme spomenúť spoločnosť Restu alebo Storyous, ktoré obe dosahujú v dnešných dňoch miliónové tržby a napríklad u firmy Restu zaznamenali prvotní investori zo skupiny Miton úspešný exit. Tieto úspešné prípady nám znova potvrdzujú našu domienku, že firma XY sa na slovenskom a českom trhu nachádza v správnej oblasti.

Ako sme spomínali, tak okrem dvoch v podstate domácich trhov má spoločnosť ambíciu expandovať aj do okolitých krajín. K tomu, aby sme následne v prípadnom plánovaní vedeli odhadnúť, na ktorom trhu bude pre spoločnosť XY priestor na expanziu, je nutné si na rovnakom princípe ako v prípade Slovenska a Českej republiky odhadnúť, aký potenciálny trh je v zahraničných krajinách, ktoré má teraz spoločnosť odhadnuté ako prípadnú krajinu na expanziu v budúcnosti. Pomer reštauračných zariadení, ktoré považujeme za vhodný trh k celkovému počtu reštauračných zariadení v krajine sme prevzali z odhadu vytvoreného pre Slovensko a Českú republiku. Odhad sme spravili na základe predpokladaného percentuálneho podielu vhodných objektov z celého trh. Na Slovensku je tento podiel 27% a v Českej republike 22%. Preto pre ďalšie zahraničné trh zatiaľ zjednodušene odhadujeme, že 25% z celkového počtu reštauračných zariadení pre nás tvorí celkový trh.

Tabuľka 4.2.1.9 – Počet reštauračných zariadení na dodatočných cieľových trhoch

Počet vhodných podnikov na dodatočných trhoch								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nemecko	33 389	34 390	35 078	35 604	35 960	36 320	36 683	37 050
Maďarsko	4 129	4 252	4 337	4 402	4 446	4 491	4 536	4 581
Rakúsko	6 939	7 147	7 290	7 399	7 473	7 548	7 623	7 699
Poľsko	6 957	7 166	7 309	7 419	7 493	7 568	7 644	7 720
Rumúnsko	2 339	2 409	2 457	2 494	2 519	2 544	2 570	2 595
Slovinsko	1 120	1 153	1 176	1 194	1 206	1 218	1 230	1 242
Celkom	**54 871**	**56 517**	**57 648**	**58 512**	**59 098**	**59 689**	**60 285**	**60 888**
Medziročný rast		*3,00%*	*2,00%*	*1,50%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*	*1,00%*

Zdroj: Vlastné spracovanie, Eurostat

Predpokladaný rast počtu podnikov na ďalších zahraničných trhoch sme tiež prebrali z odhadu rastu trhu na Slovensku a v Českej republike. Z pohľadu na počet potenciálnych subjektov na daných trhoch je vidieť, že pre spoločnosť XY okrem slovenského a českého trhu je v okolí aj niekoľko ďalších trhov. Na trhoch, ako je napríklad Nemecko má už spoločnosť XY pravdepodobne priamu konkurenciu, ale vzhľadom na počet potenciálnych partnerov, to nie je pre spoločnosť až taký problém.

4.2.2 Analýza trhu potenciálnych užívateľov aplikácie

Analýza trhu užívateľov aplikácie je pre firmu dôležitá na základe dvoch bodov. Prvým bodom je využívanosť aplikácie. Nakoľko firma svojím partnerským obchodom sľubuje navýšenie tržieb vďaka novým a častejšie vracajúcim sa zákazníkom, tak k udržaniu si klientov je dôležité, aby aplikáciu využívalo dostatočný počet užívateľov. Okrem samotného udržania si klientov firma XY plánuje umožniť užívateľom platby v rámci aplikácie pri platení u partnerských podnikov a tak generovať ďalšie tržby na strhávanie si určitého poplatku za sprostredkovanie transakcie.

Pri analýze veľkosti počtu potenciálnych užívateľov a ich potenciálnych transakcií, ktoré užívatelia sprostredkujú cez aplikáciu spoločnosti XY, je nutné určiť hlavné veličiny, ktoré v tomto prípade sú počet obyvateľov v jednotlivých krajinách, predpokladaný podiel obyvateľstva, ktorý má vysoký potenciál začať aplikáciu pravidelne využívať a následne priemernú útratu v reštauračných zariadeniach na obyvateľa. Určenie spomenutých veličín pre jednotlivé krajiny vidíme v tabuľke 4.2.2.1

Tabuľka 5.2.2.1 – Množstvo potenciálnych užívateľov aplikácie v jednotlivých krajinách a priemerná spotreba v reštauračných zariadenia na obyvateľa

Štát	Počet obyvateľov	Potenciálny užívatelia (% z počtu obyvateľov)	Potenciálny počet užívateľov	Priemerná ročná útrata na obyvateľa(EUR)
SVK	5 470 000	20%	1 094 000	500
ČR	10 230 000	20%	2 046 000	800
Nemecko	82 440 000	20%	16 488 000	1100
Maďarsko	10 080 000	20%	2 016 000	600
Rakúsko	8 270 000	20%	1 654 000	2900
Poľsko	38 160 000	20%	7 632 000	300
Rumunsko	21 610 000	20%	4 322 000	200

Zdroj: Vlastné spracovanie, Eurostat

Určenie potenciálneho počtu užívateľov na základe percentuálneho vyjadrenia z celkového počtu obyvateľov vychádza z myšlienky, že aplikácia firmy XY je vhodná pre ľudí v aktívnom veku, ktorí majú pozitívny vzťah k novým technológiám a navštevujú pravidelne reštauračné zariadenie. Podľa našich odhadov by približne 20% obyvateľstva mohlo spadať do definovanej skupiny obyvateľstva a preto je určený koeficient 20% pre všetky sledované krajiny.

Pre firmu XY je pre odhad svojho druhého hlavného zdroja príjmov dôležité odhadnúť výšku transakcií, ktoré cez aplikáciu budú realizované a aj ďalšie kritéria, ktoré nás dovedú k odhadovanej priemernej útrate cez aplikáciu firmy XY na aktívneho užívateľa mesačne. Vyčíslený odhad je znázornený v tabuľke 4.2.2.2

Tabuľka 4.2.2.2 – Odhadovaná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY

Štát	Priemerná útra na užívateľa ročne (EUR)	Podiel útraty užívateľa cez aplikáciu XY	Ročna útrata užívateľa cez XY (EUR)	Mesačná útrata užívateľa cez XY (EUR)
SVK	1 000	45%	450	37,5
ČR	1 600	45%	720	60
Nemecko	2 200	45%	990	82,5
Maďarsko	1 200	45%	540	45
Rakúsko	5 800	45%	2 610	217,5
Poľsko	600	45%	270	22,5
Rumunsko	400	45%	180	15

Zdroj: Vlastné spracovanie

K výpočtu odhadovanej priemernej útraty na aktívneho užívateľa XY bolo nutné odhadnúť niekoľko premenných, ktoré určujú, akú útratu môžeme od aktívnych užívateľov očakávať. Prvou premennou je násobok útraty užívateľa XY oproti priemernému občanovi v danej krajine. Už z definície užívateľa XY sa dá očakávať, že priemerný užívateľ XY ročne utratí v reštauračných zariadeniach viac, ako priemerný občan. Minimálny násobok, ktorý predpokladáme, je dvojnásobok priemernej útraty. Z dôvodu zachovania opatrnosti budeme do výpočtu priemernej mesačnej útraty aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY počítať minimálnu hranicu.

Druhou premennou, ktorú bolo nutné určiť je podiel útraty, ktorú priemerný aktívny užívateľ minie v aplikácií XY. Tento koeficient bol určený na základe odhadu, že spoločnosť XY bude mať vytvorené partnerstvo s dostatočným množstvom reštauračných zariadení a zároveň berie do úvahy že v prípade ak užívateľ využíva aplikáciu XY, tak pravdepodobne bude pravidelne navštevovať jej partnerské podniky. Pri výpočte treba brať do úvahy, že užívatelia pravdepodobne značnú časť svojich výdavkov za reštauračné zariadenia minú v náhodných podnikoch, alebo poprípade občas zabudnú aplikáciu XY využiť. Z toho dôvodu je určená z nášho pohľadu spodná a bezpečná hranica, ktorá je nastavená na úrovni 45% transakcií aktívnych užívateľov

v reštauračných zariadeniach a prejde cez aplikáciu XY. Po určení týchto koeficientov vidíme, že na hlavných trhoch Slovensku a Českej republike budeme odhadovať priemernú transakciu na aktívneho užívateľa na úrovni 37,5 Eur respektíve 60 Eur mesačne. Z ostatných krajín je zaujímavé napríklad Rakúsko, kde priemerná útrata aktívneho užívateľa sa môže pohybovať nad hranicou 200 eur.

Po určení veľkosti cieľových trhov a zhodnotení, že veľkosti trhov dávajú firme dostatočný priestor k rastu a dosiahnutiu slušných tržieb a následne ziskov, je vhodné sa na základe dát získaných z analýzy trhu presunúť na odhad tržieb, ktoré spoločnosť môže v najbližších rokoch očakávať.

5 Prognóza tržieb a ocenenie

Pre určenie hodnoty spoločnosti XY je pre nás kritické určiť výšku odhadovaných tržieb v nasledujúcom období. Predikcia tržieb je dôležitá či už z dôvodu následného ocenenia, alebo z dôvodu overenia, či je možné na nami sledovaných trhoch dostať firmu k požadovanej veľkosti. Tým že firma XY v súčasnej fáze hľadá investora na zafinancovanie rastu a následnej stabilizácie na slovenskom a českom trhu, budeme predikovať tržby len na týchto hlavných trhoch.

Po určení veľkosti trhu je možné vytvoriť prognózu tržieb pre firmy XY na najbližšie roky. Okrem veľkosti trhu je pred vypracovaním prognózy dobré sa pozrieť aj na konkurenčné podniky. Nakoľko však pre spoločnosť na súčasných hlavných 2 trhoch neevidujeme žiadnu veľkú priamu konkurenciu, nebudeme v tejto práci konkurentov hlbšie rozoberať.

Ako sme spomínali v kapitole 3 „ Metódy ocenenia vo Venture Capital“, je možné k odhadu tržieb využiť niekoľko metód. Nakoľko náš produkt nie je obmedzený výrobnými kapacitami, tak budeme primárne vychádzať z podielu na trhu, ktorý očakávame že by spoločnosť XY mohla dosiahnuť a odhadovaného počtu užívateľov, ktorí by aplikáciu mohli využívať.

Aj keď momentálne neevidujeme žiadnu konkurenciu, je možné, že v priebehu doby životnosti firmy sa nejaká vyskytne, poprípade príde iná udalosť, ktorá môže zmeniť rýchlosť rastu firmy. Pre takéto prípady je vhodné vytvoriť odhad vývoja tržieb na viac variant vývoja firmy.

Tým, že firma už dnes pôsobí na 2 svojich hlavných trhoch, tak začneme odhadom tržieb pre tieto dva trhy samostatne a až následne sa pozrieme na odhadovanú výšku tržieb pre tieto trhy dohromady. Prvým trhom na ktorom spravíme odhad tržieb je

slovenský trh, pretože firma na tomto trhu už má niekoľko klientov a určitú užívateľskú databázu.

5.1 Slovensko – odhad tržieb

Ako sme už viac krát spomínali, firma XY v súčasnej dobe na Slovensku spolupracuje s približne 80 prevádzkami a má okolo 15 000 užívateľov. Keďže sú to všetko platiace podniky a reálni užívatelia, určíme si túto hranicu ako našu východiskovú situáciu pre odhad tržieb.

Na základe našej analýzy trhu z predchádzajúcej kapitoly poznáme vstupné tržné údaje pre obe hlavné kanály, cez ktoré firma bude generovať tržby. V ďalšom kroku si určíme konkrétne vstupné údaje priamo pre sledovanú firmu XY. Pretože sa jedná o veľmi mladú firmu, je zložité nájsť konkrétne dáta, podľa ktorých by sme dokázali predikovať ďalší rast. Z toho dôvodu budeme pri odhade tržieb pracovať s rôznymi variantami úspešnosti a zároveň na základe niekoľkých ukazovateľov budeme overovať reálnosť naších predpokladov a odhadov.

V tabuľke 5.1.1 uvádzame náš základný predpoklad pre slovenský trh na nasledujúce roky. Predpoklad je určený v 3 variantách úspešnosti podniku. V optimistickej, realistickej a pesimistickej variante.

Tabuľka 5.1.1 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantách

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	6%	13%	20%	30%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	6%	15%	25%	35%
Aktivace	10%	9%	8%	7%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Realistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	5%	11%	18%	25%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	5%	12%	20%	28%
Aktivace	9%	8%	7%	6%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Pesimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	4%	9%	14%	20%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	4%	10%	17%	24%
Aktivace	8%	7%	6%	5%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Odhadnuté predpoklady pre firmu XY pre jednotlivé roky a varianty rastu firmy vychádzajú jednak z nášho odhadu trhu a predpokladov firmy na trhu uspieť a z údajov získaných v predchádzajúcej kapitole, kde sme zistili veľkosť cieleného trhu, reštaurácií a užívateľov a odhadovanej priemernej útraty aktívneho užívateľa aplikácie firmy XY.

Všetky ukazovatele majú v určitej miere stabilný a pomerne rýchy rast. Tento rast je predikovaný z dôvodov životnej fázy firmy a skoro žiadnej priamej konkurencie na trhu.

Jediným parametrom, u ktorého nepredpokladáme rast v budúcich rokoch je parameter aktivácie užívateľov. Tento parameter klesá vo všetkých variantoch z toho dôvodu, že čím vyššiu základňu registrovaných užívateľov bude firma mať, tým ťažšie bude udržať úroveň aktivácie na aktuálnych hodnotách.

Po určení parametrov, ktoré očakávame že by firma mohla dosiahnuť v jednotlivých rokoch, je možné vytvoriť odhad tržieb na nasledujúce obdobie. Odhad tržieb spravíme najskôr pre optimistickú variantu.

Aby sme lepšie videli, ako v našom modely budeme tržby prognózovať, v prvom kroku spravíme podrobný mesačný odhad rastu spoločnosti. Ako vidíme z tabuľky 5.1.1, v ktorej máme určené parametre pre slovenský trh, bude mať spoločnosť XY 6% podiel na potenciálnom trhu na konci roku 2019. Toto číslo teda dosadíme ako cieľové číslo na koniec roku 2019 a spravíme odhad vývoja v jednotlivých mesiacoch, aby sme sa k danému podielu na trhu dostali. Vývoj v roku 2019 po mesiacoch zobrazuje tabuľka 5.1.2

Tabuľka 5.1.2 – Vývoj tržieb z partnerských reštaurácií v roku 2019

	6_2019	7_2019	8_2019	9_2019	10_2019	11_2019	12_2019
Prevádzky							
Podiel z trhu	2,5%	3,1%	3,7%	4,3%	4,8%	5,4%	6,0%
Počet prevádzok	80	98	117	135	154	172	192
Nový prevádzok		18	18	18	18	18	20
Príjem na prevádzku	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00
Príjmy z prevádzok	4 400	5 412	6 423	7 435	8 446	9 458	10 574

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako ukazuje tabuľka 5.1.2 spoločnosť sa môže od mesiaca 6/2019 až do konca roku 2019 dostať z 80 na 192 partnerských podnikov. To znamená, že spoločnosť musí mesačne získať 18 až 20 platiacich partnerských podnikov. Ak predpokladáme, že jeden obchodný zástupca je pri optimistickej variante schopný získať až 8 partnerských podnikov mesačne, považujeme tento rast za reálny. Z pohľadu tržieb v prípade dodržania ukázaného rastu, by sa spoločnosti podarilo zdvihnúť mesačné tržby z 4 400 eur na 10 574 eur z partnerských podnikov alebo reštaurácií.

Odhad rastu užívateľskej databázy vytvoríme rovnako, ako pri odhade rastu partnerských podnikov a reštaurácií. Rast užívateľskej databázy v roku 2019 v optimistickej variante zobrazuje tabuľka 5.1.3

Tabuľka 5.1.3 – rast užívateľskej báze 2019

	6_2019	7_2019	8_2019	9_2019	10_2019	11_2019	12_2019
Užívatelia							
Podiel na trhu	1,37%	2,14%	2,91%	3,69%	4,46%	5,23%	6,00%
Počet užívateľov	15 000	23 440	31 880	40 320	48 760	57 200	65 640
Počet nových užívateľov		8 440	8 440	8 440	8 440	8 440	8 440
Aktivace	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Počet aktívnych užívateľov	1 500	2 344	3 188	4 032	4 876	5 720	6 564
Transakcia na jedneho aktívneho užívateľa	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5
Celková veľkosť transakcií	56 250	87 900	119 550	151 200	182 850	214 500	246 150
Veľkosť transakcií na jednu pobočku	703	893	1 024	1 119	1 191	1 247	1 280
% fee	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Príjem z transakncií	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie

V tabuľke 5.1.3 vidíme, že plánovaný rast spoločnosti XY okrem zvýšeného počtu užívateľov prinesie aj značné zvýšenie užívateľskej databázy. Táto databáza je ako sme spomínali dôležitá z niekoľkých hľadísk. K tomu, aby sme overili či reálne bude predpokladané množstvo užívateľov prinášať partnerským podnikom pridanú hodnotu musíme zistiť, aká bude priemerná tržba sprostredkovaná cez aplikáciu XY na jeden podnik. K tomuto ukazovateľu sme došli prostredníctvom aktivácie a odhadovaného počtu aktívnych užívateľov a priemernej tržby cez aplikáciu XY na jedného užívateľa na slovenskom trhu. Priemerná tržba je zo začiatku na úrovní 703 eur na podnik a postupne stúpa na 1 280 eur na podnik. Z takejto tržby veríme, že pridaná hodnota pre podniky v aplikácií bude dosť veľká na to, aby zaplatila poplatok, ktorý po reštauráciách a podnikoch žiada spoločnosť XY.

V odhade užívateľskej databázy pre rok 2019 vidíme, že spoločnosť zatiaľ negeneruje žiadne tržby z platobných transakcií. To je spôsobené tým, že v roku 2019 ešte spoločnosť neplánuje nasadenie možnosti platby cez aplikáciu. S touto možnosťou počítame až od roku 2020.

Po zapracovaní rovnakého modelu ako je znázornený v tabuľkách 5.1.2 a 5.1.3 dokážeme určiť aj vývoj tržieb pre jednotlivé roky na najbližšie obdobie dopredu. Ročný agregovaný vývoj tržieb zobrazuje tabuľka 5.1.4

Tabuľka 5.1.4 – Ročný agregovaný vývoj tržieb na Slovensku pri optimistickej variante

Optimistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	192	401	647	981
Medziročný nárast prevádzok	112	208	247	333
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	16	17	21	28
Tržby z prevádzok	**52 149**	**201 354**	**353 779**	**548 335**
Počet užívateľov na konci roku	65 640	164 100	273 500	382 900
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	6 564	14 769	21 880	26 803
Celková veľkosť transakcií	1 058 400	4 818 386	8 040 900	10 481 888
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden	1 065	1 305	1 248	1 054
Tržby z transakcií	**0**	**72 276**	**120 614**	**157 228**
Ostatné tržby	**2 607**	**13 681**	**23 720**	**35 278**
Tržby celkom	**54 756**	**287 311**	**498 112**	**740 842**

Zdroj: Vlastné spracovanie

Na vývoji tržieb vidíme, že v prípade optimistickej varianty sa spoločnosť na slovenskom trhu dokáže dostať na celkom zaujímavé ročné tržby už v roku 2022. Aby sme si overili, či je naprojektovaný rast reálny, vložili sme do tabuľky aj veličiny, ktoré ukazujú, či sa naše čísla nachádzajú v reálnych hodnotách. Pri zhodnotení priemerného počtu novo získaných podnikov na mesiac konštatujeme, že naprojektovaný rast je reálny. Podľa optimistických odhadov by sme k získaniu v priemere 28 podnikov na mesiac ako je to plánované v roku 2022, potrebovali približne 4 full time obchodníkov, čo pri plánovanom raste firmy považujeme za vysoko reálne. Ako ďalšie indikátory máme určené priemerné tržby na jednu prevádzku. Tu vidíme že tržby sa v jednotlivých rokoch pohybujú na priemernej úrovni 1 054 eur až 1 305 eur na mesiac na prevádzku. Toto číslo považujeme tiež za vysoko reálne a predpokladáme že pri daných číslach budú mať aj partnerské prevádzky motiváciu služby spoločnosti XY využívať.

Čísla tržieb a podporné ukazovatele nám dávajú pozitívne výsledky do budúcnosti. Čísla nám ukazujú, že firma sa dokáže pri reálnych predpokladoch dostať na tržby, ktoré sú ako pre firmu, tak aj pre potenciálneho investora zaujímavé. Hlavne s prihliadnutím na to, že sa jedná o slovenský, teda najmenší zo všetkých predpokladaných trhov.

Čísla, ktoré máme sú čísla, pre optimistickú variantu. V nasledujúcom kroku potrebujeme zistiť či aj pri iných ďalších variantoch predpokladaného vývoja dokáže firma generovať realistické čísla, pri ktorých je jednak schopná si udržať klientov a jednak generovať zisk. Pre výpočet odhadovaných výsledkov tržieb, transakcií a užívateľov v realistickej a pesimistickej variante budeme postupovať obdobne ako pri výpočte výsledkov pre optimistickú variantu.

V prvom rade sa vrátime k odhadom kritérií pre jednotlivé varianty spomenutú vyššie v tejto kapitole. Tabuľku opäť uvádzame v tabuľke 5.1.1

Tabuľka 5.1.1 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantách

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	6%	13%	20%	30%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	6%	15%	25%	35%
Aktivace	10%	9%	8%	7%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Realistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	5%	11%	18%	25%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	5%	12%	20%	28%
Aktivace	9%	8%	7%	6%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Pesimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	4%	9%	14%	20%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	4%	10%	17%	24%
Aktivace	8%	7%	6%	5%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez apli	37,5	37,5	37,5	37,5
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako prvé sa zameriame na realisttickú variantu, ktorá má jemne znížené predpoklady podielu na trhu, ktorý firma získa a rovnako znížený ukazovateľ aktivácie užívateľov. Finálny výpočet na základe rovnakého postupu ako sme spravili aj pri optimistickej variante znázorňuje tabuľka 5.1.5

Tabuľka 5.1.5 – Odhad tržieb na Slovensku pre realistickú variantu

Realistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	160	352	583	817
Medziročný nárast prevádzok	80	192	230	235
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	11	16	19	20
Tržby z prevádzok	**46 024**	**174 477**	**315 954**	**470 130**
Počet užívateľov na konci roku	54 700	131 280	218 800	306 320
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	4 923	10 502	15 316	18 379
Celková veľkosť transakcií	823 331	3 462 510	5 628 630	7 187 580
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden podnik	912	1 087	979	841
Tržby z transakcií	**0**	**51 938**	**84 429**	**107 814**
Ostatné tržby	**2 301**	**11 321**	**20 019**	**28 897**
Tržby celkom	**48 325**	**237 736**	**420 402**	**606 841**

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka 5.1.5 ukazuje, že zaujímavá výška tržieb je aj pri realistickej variante. Aj napriek tomu že oproti optimistickej variante je pokles ročných tržieb o skoro 140 tisíc eur ročne, spoločnosť sa stále nachádza na úrovni, na ktorej môže byť pre budúceho investora zaujímavá a zároveň pravdepodobne dokáže generovať zisk. Pri porovnaní ukazovateľov, ktoré máme určené len ako kontrolné body, či si firma dokáže udržať svoje partnerské podniky vidíme, že aj pri realistickej variante dokáže firma generovať dostatočné priemerné tržby na jeden podnik mesačne.

Zatiaľ pri zhodnotení vývoja tržieb pre Slovensko predpokladáme, že pri optimistickej a realistickej variante dokáže firma generovať dostatočné tržby na to, aby bol tento trh zaujímavý aj sám o sebe bez ďalšej expanzie. Posledným variantom, ktorý nám ostáva k zhodnoteniu je pesimistický variant rastu firmy do ďalších rokov. Predpokladaný vývoj pre predpoklady pesimistickej varianty vidíme v tabuľke 5.1.6

Tabuľka 5.1.6 – Odhad tržieb na Slovensku pre realistický variant

Pesimistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	128	288	453	654
Medziročný nárast prevádzok	48	160	165	201
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	7	13	14	17
Tržby z prevádzok	**36 272**	**128 975**	**227 357**	**338 317**
Počet užívateľov na konci roku	43 760	109 400	185 980	262 560
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	3 501	7 658	11 159	13 128
Celková veľkosť transakcií	616 980	2 498 423	4 073 783	5 117 869
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden podnik	827	963	893	757
Tržby z transakcií	**0**	**37 476**	**61 107**	**76 768**
Ostatné tržby	**1 814**	**8 323**	**14 423**	**20 754**
Tržby celkom	**38 085**	**174 774**	**302 887**	**435 839**

Zdroj: Vlastné spracovanie

V rámci odhadu pesimistického variantu je badateľný už značný prepad oproti obom predchádzajúcim variantom. V prípade dosiahnutia ročných tržieb 435 839 Eur ročne sa už dostávame na hranicu, pri ktorej je už otázne, či by pre ďalšieho investora bol zaujímavý vstup do firmy. Toto však platí len v prípade, ak by sme brali do úvahy, že spoločnosť ostane len na slovenskom trhu. My však vieme, že spoločnosť práve rozbieha expanziu aj na český trh, ktorý predpokladáme, že bude podobný ako ten slovenský. Ak teda počítame, že služby, ktoré firma prostredníctvom svojej aplikácie ponúka sú na slovenskom trhu už z časti potvrdené, tak musíme predpokladať že aj minimálne pre český trh budú služby firmy XY vhodné. K odhadu tržieb za Slovensko pridáme preto minimálne český trh a následne sa pozrieme aj na potenciálnu expanziu na ďalšie trhy.

5.2 Česká republika – odhad tržieb

Pri odhade vývoja tržieb pre český trh budeme postupovať úplne rovnakým spôsobom ako pri odhade vývoja pre slovenský trh. Pre vypracovanie odhadu rastu partnerských prevádzok, počtu užívateľov a tým aj rastu tržieb spoločnosti, budeme znova vychádzať z odhadnutých predpokladov podielu trhu, ktorý spoločnosť môže dosiahnuť. Pri zachovaní predpokladu, že trh v Českej republike sa od slovenského trhu líši len svojou veľkosťou a jeho vývoj a správanie je veľmi podobné tomu slovenskému, vieme aspoň z časti odhadnúť potenciálny absolútny rast počtu partnerských prevádzok a počet užívateľov aplikácie.

Odhad ukazovateľov rastu firmy na trhu v Českej republike znázorňuje tabuľka 5.2.2

Tabuľka 5.2.2 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantoch v Českej republike

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	0,5%	3,0%	5,5%	8,5%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	0,5%	6,0%	13,0%	21,0%
Aktivace	10%	9%	8%	7%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY	60	60	60	60
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	0,00%	1,50%	1,50%	1,50%
Realistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	0,5%	2,5%	4,5%	7,0%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	0,50%	5,00%	11,00%	18,00%
Aktivace	9%	8%	7%	6%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY	60	60	60	60
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	0,00%	1,50%	1,50%	1,50%
Pesimistická varianta				
Partnerské podniky				
Podiel na trhu	0,5%	2,0%	3,5%	5,5%
Príjem z jedného partnerského podniku mesačne (eur)	55,00	55,00	55,00	55,00
Užívatelia				
Počet získaných užívateľov (podiel z celkového trhu)	0,5%	3,5%	9,0%	15,0%
Aktivace	8%	7%	6%	5%
Priemerná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY	60	60	60	60
% poplatok z sprostredkovaných transakcií	0,00%	1,50%	1,50%	1,50%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Rovnako ako na slovenskom trhu aj v Českej republike pracujeme s 3 variantami vývoja rastu firmy. Ako je vidieť z tabuľky 5.2.2, je podiel na trhu partnerských podnikov a užívateľov na konci roku 2019 len 0,5% a rovnaká pre všetky varianty. To je zapríčinené tým, že aj napriek tomu, že firma má pár partnerských reštaurácií v Prahe, ale v podstate všetky považujeme za akési prvotné piloty a do počtu partnerských reštaurácií ich v týchto dňoch nezarátavame. Expanzia firmy do Českej republiky je navyše naplánovaná až na september 2019. Firme teda ostávajú 4 mesiace do konca roku 2019. Za tak krátku dobu nie je možné, aby firma dosiahla väčšieho tržného podielu a zároveň nepredpokladáme, že by sa mohol vytvoriť značnejší rozdiel medzi nami zvolenými variantami rastu. Pre ďalšie roky bol potom následne rast odhadnutý na základe skúsenosti zo Slovenska a predpoklade maximálneho počtu získaných partnerských prevádzok a užívateľov za jeden mesiac.

Na základe uvedených odhadov postupne vypočítame odhad tržieb pre Českú republiku pre všetky 3 varianty. Ako prvé začneme znova optimistický variant, ktorý je uvedený v tabuľke 5.2.3

Tabuľka 5.2.3 – Odhad tržieb pre optimistický variant na Českom trhu

Optimistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	55	328	653	1020
Medziročný nárast prevádzok	55	274	325	366
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	14	23	27	31
Tržby z prevádzok	**7 557**	**143 918**	**341 344**	**564 148**
Počet užívateľov na konci roku	10 230	122 760	265 980	429 660
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	1 023	11 048	21 278	30 076
Celková veľkosť transakcií	163 680	4 612 707	11 539 440	17 873 856
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden podnik	1 236	1 699	1 846	1 740
Tržby z transakcií	**0**	**69 191**	**173 092**	**268 108**
Ostatné tržby	**378**	**10 655**	**25 722**	**41 613**
Tržby celkom	**7 935**	**223 764**	**540 157**	**873 869**

Zdroj: Vlastné spracovanie

V rámci Českej republiky vidíme oproti Slovensku v roku 2022 vyššie tržby približne o 130 000 eur. Vysoký rast tržieb je oproti Slovensku viac ťahaný aj cez tržby z transakcií. To vidíme napríklad aj v priemernej veľkosti transakcií mesačne na jeden podnik. Nárast tohoto ukazovateľa je spôsobený hlavne tým, že na základe našich dát spomenutých v kapitole „Analýza trhu“ je priemerná útrata užívateľa v Českej republike skoro 2 krát tak vysoká ako na Slovensku. Nárast tržieb z transakcií budeme z toho dôvodu pozorovať aj v ďalších dvoch scenároch rastu spoločnosti. Odhad tržieb pre optimistický a pesimistický scenár je zobrazený v tabuľke 5.2.4.

Tabuľka 5.2.4 – Odhad tržieb pre český trh pre realistickú a pesimistickú variantu

Realistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	55	294	535	840
Medziročný nárast prevádzok	55	239	240	305
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	14	20	20	25
Tržby z prevádzok	**7 557**	**122 896**	**280 914**	**463 525**
Počet užívateľov na konci roku	10 230	102 300	225 060	368 280
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	921	8 184	15 754	22 097
Celková veľkosť transakcií	147 312	3 461 832	8 507 268	13 073 940
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden podnik	1 113	1 491	1 652	1 549
Tržby z transakcií	**0**	**51 927**	**127 609**	**196 109**
Ostatné tržby	**378**	**8 741**	**20 426**	**32 982**
Tržby celkom	**7 935**	**183 565**	**428 950**	**692 616**
Pesimistická varianta				
	2019	**2020**	**2021**	**2022**
Počet prevádzok na konci roku	55	235	416	660
Medziročný nárast prevádzok	55	181	181	244
Priemerný mesačný nárast počtu prevádzok	14	15	15	20
Tržby z prevádzok	**7 557**	**101 874**	**220 485**	**362 902**
Počet užívateľov na konci roku	10 230	71 610	184 140	306 900
Počet aktívnych užívateľov na konci roku	818	5 729	11 048	15 345
Celková veľkosť transakcií	130 944	2 234 232	5 726 754	9 022 860
Priemerná veľkosť transakcií mesačne na jeden podnik	989	1 161	1 408	1 365
Tržby z transakcií	**0**	**33 513**	**85 901**	**126 596**
Ostatné tržby	**378**	**6 769**	**15 319**	**24 475**
Tržby celkom	**7 935**	**142 157**	**321 706**	**513 973**

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podiel tržieb z prevádzok a transakcií je v Českej republike odlišný oproti tomuto podielu na Slovensku aj pri ďalších dvoch variantoch. Tento fakt nám zdvihol pri oboch variantoch rast tržieb o približne 100 000 eur v roku 2022. Keď sa pozrieme na samotnú Českú republiku vidíme, že pri zachovaní rovnakých kritérií ako sme mali na Slovensku môžeme u všetkých troch variant predpokladať, že český trh je svojím potenciálom pre nás zaujímavý. Okrem samotných tržieb je dobré sa pri českom trhu pozrieť aj na podiel na trhu, ktorý tu spoločnosť pri dosiahnutí spomínaných tržieb má. Ako príklad uvádzame podiel na trhu v rámci partnerských prevádzok. Ten sa pohybuje medzi úrovňou 5,5 až 8,5% v roku 2022. Tento podiel je významné nižší ako na Slovensku. Vďaka tomu môžeme aj po roku 2022 predpokladať, že spoločnosť bude mať priestor na rast aj v prípade, že zoberieme do úvahy len súčasné trhy spoločnosti.

Po získaní tržby pre oba trhy, na ktorých dnes spoločnosť pôsobí a pre ktoré v súčasnosti hľadá investora, spočítame tržby za jednotlivé trhy pod jednu celkovú tržbu, ktorú predpokladáme, že by spoločnosť mohla dosiahnuť. Zjednotené tržby vidím v tabuľke 5.2.5

Tabuľke 6.2.5- Predpokladané tržby XY na ČR a SVK trhu v EUR

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Tržby SVK	54 756	287 311	498 112	740 842
Tržby ČR	7 935	223 764	540 157	873 869
Spolu	**62 691**	**511 075**	**1 038 269**	**1 614 711**
Medziročný nárast		*715%*	*103%*	*56%*
Realistická varianta				
Tržby SVK	48 325	237 736	420 402	606 841
Tržby ČR	7 935	183 565	428 950	692 616
Spolu	**56 260**	**421 300**	**849 352**	**1 299 457**
Medziročný nárast		*649%*	*102%*	*53%*
Pesimistická varianta				
Tržby SVK	38 085	174 774	302 887	435 839
Tržby ČR	7 935	142 157	321 706	513 973
Spolu	**46 020**	**316 932**	**624 593**	**949 813**
Medziročný nárast		*589%*	*97%*	*52%*

Zdroj: Vlastné spracovanie

Rozdiel v tržbách v jednotlivých variantoch rastu firmy je pri zjednotení oboch v súčasnosti sledovaných trhov ešte väčší. Obrovské rozdiely medzi optimistickou a pesimistickou viariantou ukazujú, že aj pomerne malý rozdiel v nastavení prvotných predpokladov robí v odhade tržieb veľké rozdiely, ktoré sa nám neskôr zásadne premietnu do výsledného ocenenia spoločnosti. Dôležitým bodom v tejto fáze je, že vidíme, že firma je v podstate pri všetkých variantoch schopná generovať dostatočné tržby na to, aby bola aj pre prípadných investorov alebo potenciálnych akvizičných partnerov zaujímavá. Tento poznatok je pre nás kľúčový v súčasnom procese hľadania vhodného investora.

5.3 Nutná výška investície

Ešte pred samotným ocenením spoločnosti potrebujeme zistiť, akú veľkú investíciu bude pravdepodobne firma potrebovať k tomu, aby dosiahla predpokladané tržby. Táto čiastka je pre nás dôležitá z toho dôvodu, aby sme vedeli, koľko je nutné požadovať od hľadaného investora a zároveň sme vedeli určiť potenciálnu post money valuáciu firmy.

K zisteniu nutnej výšky investície, ktorú bude firma potrebovať pre dosiahnutie naplánovaných tržieb využijeme z nákladovej stránky metódu ocenenia Bottom – up, ktorú sme opísali v kapitole 5.3.1 tejto práce.

Tabuľka 5.3.1 – Odhad nákladov XY v jednotlivých rokoch na Českom a Slovenskom trhu (v eurách)

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Náklady celkom	**273 599**	**766 791**	**990 836**	**1 198 251**
Mzdy	168 029	440 175	595 682	747 968
Marketing	60 870	210 990	252 620	273 080
IT	11 700	31 626	42 534	57 203
Administratíva	33 000	84 000	100 000	120 000
Realistická varianta				
Náklady celkom	**265 452**	**749 087**	**956 860**	**1 171 789**
Mzdy	170 822	444 351	583 586	743 386
Marketing	49 930	189 110	230 740	251 200
IT	11 700	31 626	42 534	57 203
Administratíva	33 000	84 000	100 000	120 000
Pesimistická varianta				
Náklady celkom	**248 306**	**629 771**	**806 028**	**964 256**
Mzdy	164 616	387 124	474 384	587 712
Marketing	38 990	127 020	189 110	199 340
IT	11 700	31 626	42 534	57 203
Administratíva	33 000	84 000	100 000	120 000

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka 5.3.1 ukazuje predpokladanú výšku nákladov pre jednotlivé varianty rastu firmy. Náklady máme rozdelené do 4 hlavných kategórií, ktorými sú mzdy, marketing, IT a administratíva. Pod náklady za mzdy patria aj náklady na Sales a programátorov, ktorí produkt vyvíjajú a teda patrí sem aj vývoj produktu. Predpokladané náklady teda počítajú aj s investíciami do produktu, len ich nemáme jednoznačne vymedzené. Náklady na IT, ktoré vidíme v tabuľke sú náklady na zabezpečenie fungovania aplikácie ako je napríklad zabezpečenie serveru, nutný nákup rôznych licencií a softwarov.

Náklady sú najvyššie pri optimistickej variante. To je spôsobené tým, že v optimistickej variante predpokladáme najrýchlejší rast spoločnosti a preto aj najvyššie náklady.

Keď už máme odhadnuté náklady spoločnosti, je dobré si ich porovnať s predpokladanými tržbami a zistiť, akú veľkosť investície do firmy budeme predpokladať. Odhad potrebnej investície do spoločnosti znázorňuje tabuľka 5.3.2

Tabuľka 6.3.2 – Odhad potenciálnej investície pre český a slovenský trh (v eurách)

	2019	2020	2021	2022
Optimistická varianta				
Tržby	62 691	511 075	1 038 269	1 614 711
Náklady	273 599	766 791	990 836	1 198 251
Zisk	**-210 908**	**-255 716**	**47 434**	**416 460**
Kumulatívny zisk	-210 908	-466 624	-419 191	-2 731
Realistická varianta				
Tržby	56 260	421 300	849 352	1 299 457
Náklady	265 452	749 087	956 860	1 171 789
Zisk	**-209 192**	**-327 787**	**-107 508**	**127 668**
Kumulatívny zisk	-209 192	-536 979	-644 487	-516 819
Pesimistická varianta				
Tržby	46 020	316 932	624 593	958 997
Náklady	248 306	629 771	806 028	964 256
Zisk	**-202 285**	**-312 839**	**-181 435**	**-5 259**
Kumulatívny zisk	-202 285	-515 125	-696 559	-701 818

Zdroj: Vlastné spracovanie

Napriek tomu, že náklady v optimistickej variante sú na najvyššej úrovni, môžeme pozorovať, že potrebná investícia je pri tejto variante najnižšia. To je spôsobené vysokým nárastom tržieb a rýchlym preklopením spoločnosti do zisku. Pozitívnou správou pre nás je, že v podstate pri každej variante sledujeme, že spoločnosť sa ku koncu sledovaného obdobia buď nachádza v zisku, alebo je približne na 0 a tým pádom môže predpokladať že ďalší rok sa bude nachádzať v zisku.

Dôležitým údajom pre nás je výpočet potrebnej investície do spoločnosti. Ako vidíme tak potrebná investícia sa bude pre slovenský a český trh nachádzať v rozmedzí 470 až 700 tisíc euro.

Pre ďalšie trhy navyše nemusíme momentálne počítať potrebnú investíciu, pretože nakoľko sa spoločnosť v sledovanom období v každej jednej variante v podstate preklopí do zisku je možné, že expanziu na ďalšie trhy si už bude financovať z vlastných prostriedkov.

5.4 Určenie násobkov k oceneniu

Tým že sa firma XY nachádza v životnej fáze, kedy je na malej vzorke zákazníkov overená trhom, ale nemá žiadnu finančnú históriu je zložité pristupovať k oceneniu na základe klasických oceňovacích metód ako je napríklad DCF a podobne. K oceneniu preto pristúpime na základe Venture prístupu, ktorý je podrobnejšie opísaný vyššie v tejto práci.

Keďže nedokážeme pri našej firme v tejto fáze ešte s určitou vysokou spoľahlivosťou určiť výšku EBTDA, ktorú bude v budúcnosti dosahovať, budeme pre ocenenie používať ocenenie multiplikátormi EV/Tržby. K získaniu tohoto multiplikátoru využijeme celkovo 3 zdroje z trhu. Prvým zdrojom z ktorého budeme vychádzať sú tržné multiplikátori, ktoré na svojich stránkach zverejňuje profesor Damodaran. Následne uvedený multiplikátor porovnáme s multiplikátormi, za ktoré sa obchodujú podobné firmy na burze a nakoniec sa pozrieme na realizované akvizície, ktoré sa uskutočnili v poslednom období u podobných firiem.

Tabuľka 5.4.1 – Multiplikátori podľa prof Damodarana

Oblasť	EV/Tržby	Čistá provozná marža
Informačné systémi	5,20	18,61%
Software (Systém a aplikácie)	4,25	16,94%
Software (Zábava)	5,85	25,45%
Priemer	**5,10**	**20,33%**

Zdroj: Vlastné spracovanie, http://pages.stern.nyu.edu

V tabuľke 5.4.1 sú uvedené multiplikátory prebrané od prof. Damodarana pre ukazovateľ EV/Tržby pre európske spoločnosti. V tabuľke sme uviedli 3 oblasti, do ktorých by z nášho pohľadu mohla spadať firma XY. Pre našu sledovanú firmu je totiž náročné presne určiť pod ktorú skupinu spadá. Je preto podľa nás vhodné ukázať všetky 3 skupiny, aby sme dokázali porovnať sledované multiplikátory. Ako vidíme v tabuľke 5.4.1 multiplikátor EV/Tržby sa pohybuje u všetkých 3 oblastí v pásme medzi 4,25 a 5,85 násobkom. Pri určení správnej výšky multiplikátoru EV/Tržby je nutné zobrať do úvahy aj výšku čistej prevádzkovej marže. Je pravda, že u našej spoločnosti momentálne nie sme dostatočne kvalitne schopní túto maržu určiť, ale v našom predpoklade sa radšej prikloníme k nižšej hranici marže, ktorá je zobrazená v tabuľke 5.4.1. Z toho dôvodu by sme pri určovaní multiplikátora na základe dát od profesora Damodarana sa viac prikláňali k hranici okolo 5 násobku tržieb.

K tomu, aby sme si dáta od profesora Damodarana potvrdili, môžeme využiť aj firmy, ktoré pôsobia v podobnej oblasti ako firma XY a sú obchodované na burze. U takýchto firiem sme schopný zistiť ich násobky tržieb za ktoré sa na burze obchodujú. Takto získané násobky, môžeme potom využiť v našom ocenení, nakoľko sa jedná o dáta z burzy a teda o násobky, za ktoré investori kupujú podiel, respektíve akcie v daných firmách. Pri analýze firiem, ktoré sú obchodované na burze a pôsobia v podobnej oblasti ako naša firma XY sme identifikovali 4 firmy, ktoré sú zobrazené v tabuľke 5.4.2

Tabuľka 5.4.2 – Podobné firmy XY obchodované na burze a ich multiplikátory

Firma	Krajina	EV (mil USD)	Tržby (LTM - mil USD)	EV/Tržby	Provozná marža
Mobivity	USA	55,12	10,28	5,36	-0,92%
Plexure	USA	83,5	16,89	4,94	6,46%
Lightspeed POS	Kanada	989,85	71,85	13,78	-27,65%
Network International	UAE	2760	297,94	9,26	35,50%
Priemer				**8,34**	**3,35%**

Zdroj: Vlastné spracovanie, Yahoo Finance

Multiplikátory firiem obchodovaných na burze sa u zobrazených firiem značne líšia. Rozdiely v násobkoch, môžu byť spôsobené niekoľkými rozdielmi, ako je napríklad veľkosť firmy, plán budúceho rozvoja, rýchlosť rastu a podobne. Ak sa pozrieme na firmy z našej tabuľky 5.4.2 vidíme, podľa tržieb a EV hodnoty, že firmy sú aj v týchto ukazovateľoch veľmi odlišné. Pre nás sú viac smerodajné firmy, ktoré sú bližšie našej sledovanej firme z pohľadu veľkosti. Z našej tabuľky sú to firmy Mobivity a Plexure. Ako vidíme, tieto firmy sa obchodujú na úrovni približne 5 násobku tržieb. Tento násobok nám sedí s dátami profesora Damodarana.

Na záver, pri zisťovaní vhodných násobkov, ktoré je vhodné použiť k oceneniu našej spoločnosti Venture metódou je dobré si pozrieť aj akvizície, ktoré na trhu prebehli. Pri historických akvizíciách pravdepodobne natrafíme na problém nedostatku dát, z toho dôvodu, že pri väčšine transakcií nemajú subjekty povinnosť zverejňovať údaje o transakcií a v prípade zverejnenia nevieme vždy určiť stav firmy a všetky podmienky, za ktorých sa firma predala. Aj napriek týmto nevýhodám je dobré sa pokúsiť si pomocou realizovaných akvizícií potvrdiť násobky tržieb, s ktorými budeme ďalej pracovať. Okrem potvrdenia násobkov si zároveň potvrdíme, že na trhu skutočne prebiehajú akvizície firiem s podobným riešením a pre firmu a jej prípadných investorov je vidina budúceho exitu reálna. V tabuľke 5.4.3 zobrazujeme nami dohľadané akvizície a ich finančné dáta.

Tabuľka 5.4.3 – zoznam akvizícií podobných firiem xxx

Firma	HQ	Rok založenia	Rok transakcie	Kupujúci subjekt	Cena predaja	EBITDA	Sales	EV/EBITDA	EV/Tržby
Belly	USA	2011	2018	Mobivity	$3 000 000	$200 000	$2 000 000	15	1,5
Shopkick	USA	2009	2019	Trax	$200 000 000	-	-	-	-
Perka	USA	2011	2013	First Data	$30 000 000	$1 200 000	-	25	-
Klikin	Španielsko	2012	2018	Repsol SA	$8 000 000	-	-	-	-
LevelUp	USA	2008	2018	Grubhub	$390 000 000	-	-	-	-
Venga	USA	2010	2019	OpenTable	-	-	-	-	-
Cake Technologies	UK	2015	2018	American Express	$13 300 000	-	-	-	-
Flok	USA	2011	2017	WIX	-	-	-	-	-
Turnstyle Solution	Kanada	2012	2017	Yelp	$20 000 000	-	-	-	-
ShopperTrack	USA	1993	2015	Tyco International	$175 000 000	-	$76 000 000	-	2,3
LiveRamp	USA	2012	2014	Acxiom	$310 000 000	-	$28 000 000	-	11
CashStar	USA	2007	2017	Blackhawk Network	$175 000 000	$15 000 000	$33 700 000	11,7	5,2
Wrapp	Švédsko	2011	2019	Meniga	-	-	-	-	-
Kekemeke	Poľsko	2013	2017	POSBistro	-	-	-	-	-
Priemer					**$146 255 556**				**5,00**

Zdroj: Vlastné spracovanie

V našom prieskume akvizícií na trhu sme identifikovali 14 akvizícií, ktoré považujeme za vhodné akvizície k porovnaniu s našou firmou. Ako sme však predpokladali, bohužiaľ u mnoho minulých transakcií nie sú dohľadateľné finančné dáta transakcie. Ak sa ale pozrieme na tie transakcie, kde sa nám niektoré dáta podarilo dohľadať vidíme že priemerná veľkosť transakcie bola vo výške 146 255 556 amerických dolárov. Pri pohľade na multiplikátory vidíme, že pre nás najdôležitejší násobok, násobok EV/Tržby je na priemernej úrovni 5. Priemer ale vychádza len zo 4 údajov, ktoré značne kolíšu. Priemer preto nemá pre nás moc veľkú vypovedaciu hodnotu. Na násobku EV/Tržby vidíme že multiplikátor sa pohybuje od 1,5 násobku tržieb až po 11 násobok. Nižšie násobky u firmy Belly a ShopperTrack možu byť spôsobené napríklad nízkou ziskovosťou ako je napríklad Belly alebo už veľkou vyspelosťou firmy, kde sa nepredpokladá zásadný rast ako je u firmy ShopperTrack. Z nášho pohľadu sú zaujímavé údaje o firme CashStar, ktorá v podstate vytvára skoro identický produkt ako firma XY a nachádza sa pravdepodobne v stabilizačnej fáze, pred ktorou by sa na hlavných dvoch trhoch mohla nachádzať aj naša firma XY na konci odhadovaného obdobia v roku 2022. Násobok EV/Tržby je u firmy CashStar vo výške 5,2 čo odpovedá aj naším predchádzajúcim zisteniam.

Z vyššie popísaného textu o využití multiplikátoru EV/Tržby nám vychádza že násobok, ktorý je pre nás vhodné použiť sa bude nachádzať na úrovni 5 až 5,5 násobku EV/Tržby. Aby sme aj pri určovaní násobkov zachovali určitý princíp opatrnosti tak v nasledujúcom texte budeme pracovať s násobkom 5x EV/Tržby.

5.5 Ocenenie – Venture prístup

Ako sme popísali v kapitole „Odporúčaný typ oceňovania“ je Venture prístup veľmi častým prístupom k oceneniu mladých spoločností. Aj napriek tomu, že tento prístup má veľa nevýhod, je obľúbený vďaka jeho jednoduchosti.

V predchádzajúcej časti tejto kapitoly sme si určili potenciálne tržby a násobok, ktorý použijeme k oceneniu spoločnosti. Tým, že máme určené tieto 2 základné veličiny môžeme prejsť k prvému bodu a to odhadu hodnoty spoločnosti k prípadnému exitu na konci roku 2022.

Odhadovaná hodnota prípadného exitu pre jednotlivé varianty na konci roku 2022 je znázornená v tabuľke 5.5.1

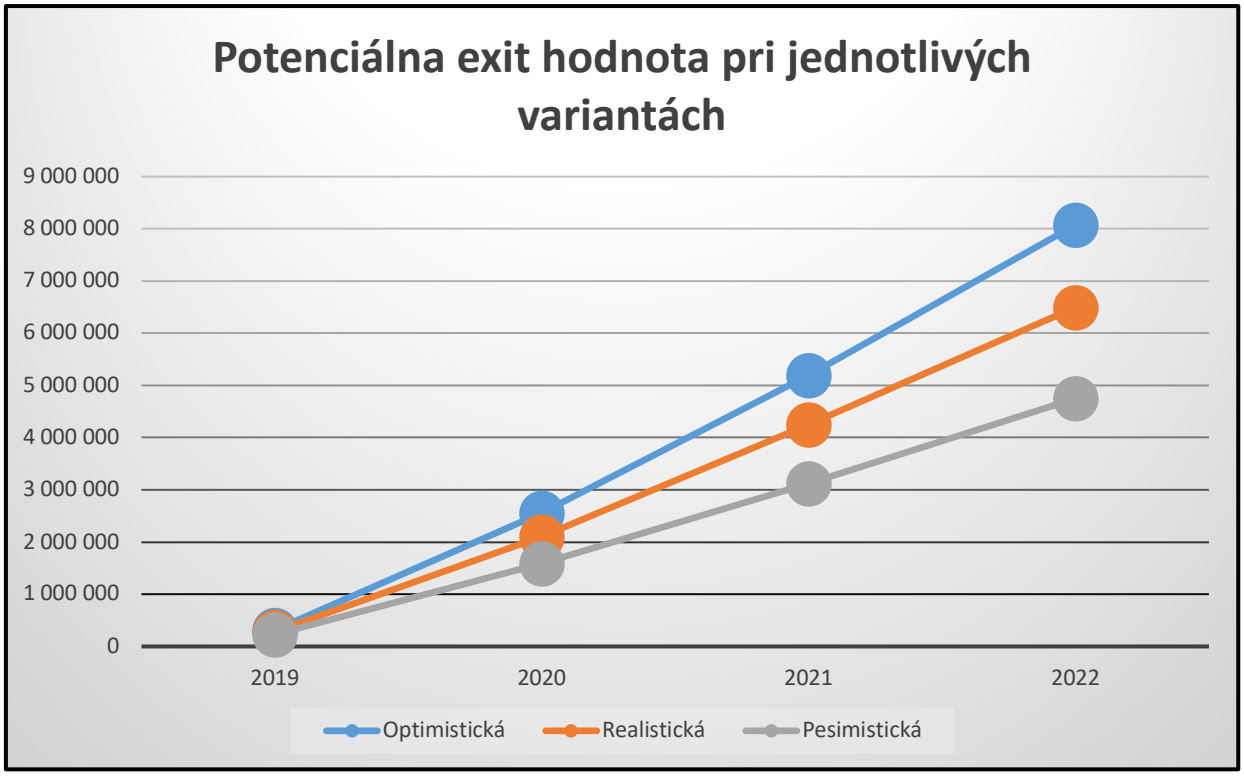
Tabuľka 5.5.1 – Odhadovaná výška exitu na konci roku 2022

Varianta	Tržby na konci roku 2022	Násobok (EV/Tržby)	Odhadovaná EV na konci 2022
Optimistická	1 614 711	5	8 073 555
Realistická	1 299 457	5	6 497 285
Pesimistická	949 813	5	4 749 065

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z tabuľky 5.5.1 je hneď jasný prvý problém, ktorý Venture prístup prináša a to je príliš veľká závislosť na tržbách. Ako sme spomínali v tomto prípade bude nový investor tlačiť pri vyjednávaní odhad tržieb k hranici pesimistickej varianty a súčasný investor a majitelia XY zase k hranici optimistickej varianty. Už z tabuľky je jasne vidieť značný rozdiel v predpokladanej sume prípadného exitu. Aby sme lepšie videli ako sa nám rozdiely menia v priebehu času znázorníme si potenciálnu hodnotu exitu v jednotlivých rokoch do grafu 5.5.1.

Graf 5.5.1 – Znázornenie potenciálne exit hodnoty v jednotlivých rokoch



Zdroj: Vlastné spracovanie

Graf znázorňuje rozširujúci sa rozdiel v ocenení potenciálneho exitu spoločnosti, s tým, že rozdiel v ocenení je tým väčší, čím ďalej tržby predikujeme. To už z logiky ocenenia Venutre prístupu a prognózovania tržieb je spôsobené tým, že nakoľko firma dnes negeneruje skoro žiadne tržby, tak aj mierna zmena v rýchlosti rastu spoločnosti dokáže v horizonte niekoľko rokov spraviť značný rozdiel v odhade tržieb. Aj keď je momentálne rozdiel potenciálnej exit hodnoty pomerne veľký môžeme odhadovanú exit hodnotu zatiaľ nechať v rozmedzí, v ktorom ho máme, čím si nechávame zatiaľ hornú a dolnú hranicu pre súčasné ocenenie spoločnosti.

Po určení hraníc pre potenciálnu exit hodnotu našich súčasných dvoch trhov je nutné, aby sme určili diskontnú sadzbu, pomocou ktorej určíme súčasnú hodnotu potenciálnych exitov. Nakoľko sa jedná o začínajúcu firmu, nie je vhodné, aby sme určili výšku diskontnej sadzby bežným spôsob ako pri ocenení bežnej zabehnutej spoločnosti. V kapitole „2.4 – Požadované zhodnotenie investície“ sme uviedli niekoľko spôsobov, ako pristupovať k zvýšenému riziku, ktoré so sebou nesie

investícia do startup spoločnosti. V našej práci a teda aj ocenení súčasnej hodnoty potenciálnych exitov budeme vychádzať z hornej hranice odporúčania profesora Damodarana a teda požadovanej úrokovej miery 70%. Takto extrémne vysoká úroková miera pokryje vysoké riziko, že firma do ktorej investujeme nedosiahne plánované tržby alebo celkovo sa jej nepodarí dostať z startup fáze a zanikne.

Po aplikácií diskontnej miery vytvoríme súčasné ohodnotenie spoločnosti na úrovni Enterprise value. Súčasnú hodnotu potenciálneho exitu v roku 2022 zobrazujeme v tabuľke 5.5.2

Tabuľka 5.5.2 – Súčasná hodnota potenciálneho exitu v roku 2022 (v eurách)

Varianta	Diskontná sadzba	Kumulatívny diskont k 2022	Potenciálny exit	Súčasná hodnota exitu k 2022
Optimistická	70%	4,91	8 073 555	1 643 304
Realistická	70%	4,91	6 497 285	1 322 468
Pesimistická	70%	4,91	4 749 065	966 632

Zdroj: Vlastné spracovanie

Po aplikovaní diskontnej sadzby na vrchnej hranici, určenej profesorom Damodaranom sa súčasná hodnota spoločnosti XY na úrovni Entity pohybuje v rozmedzí 0,96 až 1,63 milióna Eur. Nakoľko k vstupu investora je nutné, aby sme sa dostali k hodnote Equity musíme od súčasnej hodnoty Entity odpočítať súčasné dlhy spoločnosti.

Pri pohľade späť na kapitolu 3.3 – „Životná fáza spoločnosti“ vidíme, že ku koncu roku 2018 mala firma v záväzkoch približne 140 000 Eur. Predpokladáme, že vývoj v roku 2019 firma financuje ešte určitou formou pôžičky a následne bude ďalší vývoj financovať prostredníctvom novej získanej investície. Podľa našich odhadov v doterajšom roku 2019 firma mohla navýšiť financovanie rozvoja firmy cudzími zdrojmi na úroveň približne 200 000 eur. Po odpočítaní hodnoty záväzkov spoločnosti sa dostávame na súčasnú hodnotu Equity v rozmedzí približne 800 000 až 1 400 000 eur. Tým pádom získavame rozmedzie Pre Money hodnotu spoločnosti.

K tomu, aby sme dokázali určiť Post Money Equity hodnotu spoločnosti, ktorá je pre nového investora najdôležitejšia sa musíme vrátiť ku kapitole „5.3 – Nutná výška investície“ a odhadu nutnej investície do firmy. V kapitole 5.3 sme si určili, že odhadovaná nutná investícia do firmy sa bude pohybovať v rozmedzí 470 až 700 tisíc eur v závislosti od varianty rastu spoločnosti.

V súčasnej chvíli máme už definované všetky body nutné k odhadu Post Money valuácie spoločnosti a odhadovaného podielu, ktorý si bude nový investor nárokovať. K výpočtu Post Money hodnoty a podielu pre nového investora využijeme vzorce uvedené v kapitole 2.1 - „Venture prístup“

Post Money valuácia = Pre Money valuácia (hodnota Equity) + nový investovaný kapitál

a vzorec

$$\textbf{Minimálny požadovaný podiel na firme} = \frac{\textit{Nový poskytnutý kapitál}}{\textit{Post Money valuácia}}$$

Výsledné hodnoty, ktoré sme získali po dosadení hore vypočítaných čísel do vzorca ukazuje tabuľka 5.5.3

Tabuľka 5.5.3 – Predpokladaná hodnota Post Money Equity a nárok investora na podiel v spoločnosti

Varianta	Hodnota Entity	Dlh spoločnosti	Pre Money hodnota equity	Požadovaná investícia	Post Money hodnota Equity	Nárok nového investora na podiel
Optimistická	1 643 304	200 000	1 443 304	470 000	1 913 304	24,6%
Realistická	1 322 468	200 000	1 122 468	650 000	1 772 468	36,7%
Pesimistická	966 632	200 000	766 632	700 000	1 466 632	47,7%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z tabuľky 5.5.3 vyplýva, že súčasná predpokladaná hodnota equity v prípade získania investície sa pohybuje v rozmedzí 1,4 až 1,9 milióna eur. Post Money hodnota je v každej variante ťahaná hlavne cez iný parameter. V prípade optimistickej varianty Post Money hodnota skôr tvorená pre Money hodnotou a v prípade pesimistickej varianty je hodnota tvorená hlavne zainvestovaným kapitálom. To tvorí značný rozdiel v predpokladanom nároku nového investora na podiel na spoločnosti. Tento rozdiel je

ako sme už viac krát spomínali hlavne v tom, aký rast spoločnosti predpokladáme. Pre nás je rozmedzie na 3 predpokladané varianty rastu v tejto fáze ocenenia vhodné, pretože nám určuje pásma v ktorých môžeme predpokladať, že sa ocenenie bude nachádzať. V procese hľadanie investora je už potom na spoločnosti a súčasných majiteľoch, aby nového investora presvedčili o potenciále rastu firmy čo najbližšie optimistickej variante a teda získali investíciu za čo najmenší podiel na spoločnosti.

Po určení hraníc ocenenia a predpokladanej výšky investície sa môžeme v poslednej kapitole pozrieť aký typ investora by bol pre spoločnosť výhodný.

5.6 Vymedzenie investora

Z ocenenia spoločnosti vyplýva, že potenciálna investícia by sa mala pohybovať na úrovni niekoľko stoviek tisíc Eur, konkrétne v rozmedzí 470 až 700 tisíc eur. Zároveň s ohliadnutím na aktuálnu fázu v ktorej sa projekt nachádza a opis jednotlivých druhov investorov, ktorý sme v tejto práci spravili vieme určiť, aký typ investora by mal manažment spoločnosti hľadať k tomu, aby maximalizoval svoje šance k získaniu investora.

Do výberu potenciálneho investora budú v zásade vstupovať 2 hlavné body a tými sú výška investície a životná fáza firmy a región pre ktorý firma bude zhánať investora.

Ohľadom životného cyklu spoločnosti v práci už viac krát vidíme že pre firmu by boli vhodné 2 typy investorov a to Business Angels alebo Venture Capital fond. Výška investície a v podstate overený ale nijak rozšírený produkt je pre tieto typy investorov v podstate typický. Z pohľadu regiónu, pre ktorý firma hľadá investíciu môže byť hľadaná investícia len pre ČR a SVK trhu pre firmu trochu obmedzujúca, pretože množstvo zahraničných investorov sa sústredí minimálne na európsky trh a investícia na rozvoj firmy na SVK a ČR trhu nemusí byť pre zahraničné fondy teda zaujímavá.

Vedenie spoločnosti by sa preto malo v tejto fáze zamerať na hľadanie investora z kruhov Business Angels alebo Venture fondov, ktorí pôsobia v ČR alebo na

Slovensku. Výhodou pre firmu XY je aj fakt, že výška investície, ktorú hľadá, je v našich podmienkach veľmi štandardná výška, ktorú vo fáze v ktorej sa firma nachádza investori investujú. Zároveň na trhu je momentálne niekoľko úspešných podnikateľov, ktorí dnes pôsobia ako Business Angels a je vytvorený relatívne dobrý ekosystém, vďaka ktorému by napojenie na tento typ investorov nemalo byť pre spoločnosť problematické. Z pohľadu prípadného hľadania investora u Venture fondov by mohla mať ešte nedávno spoločnosť problémy s hľadaním investora, pretože množstvo Venture fondov na ČR a SVK trhu sa začalo skôr zameriavať na vyššie investície a bolo pomerne málo subjektov medzi Venture fondami ktoré by boli schopné zainvestovať prvotnú fázu firmy. V poslednej dobe ale vzniklo niekoľko nových subjektov, ktoré aj za pomoci európskeho investičného fondu majú značné prostriedky, ktoré investujú práve do firiem vo fáze v ktorej sa nachádza spoločnosť XY.

Z vyššie popísaného textu vyplýva že pre firmu by teda nemal byť problém nájsť financie na pokrytie rozvoja na ČR a SVK trhu a firma má niekoľko možností kde investorov môžu hľadať a oslovovať.

Záver

Investičný proces a ocenenie mladej, inovatívnej spoločnosti je oproti investíciám na kapitálových trhoch alebo investíciách do zavedených spoločností pomerne špecifické a vyžaduje si osobitný prístup či už z pozície investora, alebo majiteľa firmy. Samotné ocenenie spoločnosti je založené hlavne na odhade budúceho rastu a dôvery že pre produkt, ktorý spoločnosť má je dostatočne veľký trh a firma je schopná si na danom trhu získať podiel dostatočný na to, aby mohla v budúcnosti generovať zaujímavé tržby.

Ako ukázala analýza produkt firmy XY má potenciál k tomu, aby sa na trhu uchytil a firma mala priestor na rast. Túto skutočnosť vidíme na základe úspechu podobných firiem zo zahraničia, kedy firmy vo veľmi podobnej oblasti dosahujú na americkom a európskom trhu hodnoty v ráde niekoľko stoviek miliónov dolárov a zároveň sú zaujímavé aj ako akvizičné ciele iných spoločností.

Analýza veľkosti trhu následne ukázala že aj trh na ktorom v súčasnosti firma XY pôsobí je dostatočné veľký na to, aby bolo pre firmu XY zaujímavé na trhu pôsobiť. Vhodnosť trhu následne potvrdilo aj aplikovanie business modelu firmy a odhadované zdroje tržieb, kde sa potvrdilo, že firma na trhu dokáže v budúcnosti generovať dostatočné tržby na to, aby pokryla svoje náklady. Je schopná dosiahnuť ziskovosti a prípadne expandovať aj na ďalšie trhy.

Podľa predpokladu tržieb firma XY dokáže aj na slovenskom a českom trhu dosiahnuť hodnotu potenciálneho exitu vo výške niekoľko miliónov eur už v roku 2023.V prípade expanzie na ďalšie zahraničné trhy a ďalšieho rozvoja firmy je schopná sa dostať na hodnotu niekoľko desiatok miliónov dolárov. Túto hypotézu potvrdzuje aj pohľad na uskutočnené transakcie podobných firiem v zahraničí.

Analýza potenciálneho rastu zároveň ukázala, že firma je v situácií, kedy síce má značný priestor pre rast, ale je nutné rast zafinancovať z externých zdrojov. Odhadovaná nutná výška investície je vo výške, ktorú firma môže nájsť na Venture Capital trhu alebo u Business Angels. Pre tieto subjekty by firma mala byť zaujímavým cieľom, lebo jednak sa firma nachádza v životnej fáze, ktorá je u týchto investičných subjektov vyhľadávaná a jednak výška potenciálnej investície zapadá do investičného rozmedzia veľkej časti investorov na českom a slovenskom Venture Capital trhu.

Literatúra

Knihy a články

1. DAMODARAN, Aswath. The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex businesses. Third edition. New York: Pearson Education, [2018]. ISBN 0134854101.
2. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.
3. NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. Inovace nástrojů ekonomiky a managementu organizací. V Praze: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-882-8.

Elektronické zdroje

1. EBAN Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics [online]. [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2018/07/EBAN-Statistics-Compendium-2017.pdf
2. KNAUP, Amy. Business Employment Dynamics data: survival and longevity, II [online]. , 8 [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: https://www.bls.gov/opub/mlr/2007/09/art1full.pdf
3. KOLLMAN, Tobias a Andreas KUCKERTZ. Evaluation Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria [online]. 2009 [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1886225
4. MASON, Colin a Matthew STARK. What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels [online]. [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0266242604042377
5. SWILDENS, Hans a Eric YEE. The Venture Capital Risk and Return Matrix [online]. In: . 2017 [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: http://www.industryventures.com/2017/02/07/the-venture-capital-risk-and-return-matrix/
6. US VENTURE CAPITAL INDEX AND SELECTED BENCHMARK STATISTICS [online]. In: . 2017 [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2018/05/WEB-2017-Q4-USVC-Benchmark-Book.pdf
7. PE & VC Fund Performance Report [online]. In: . 2016 [cit. 2019-10-10]. Dostupné z: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_2017_PE_VC_Fund_Performance_Report_as_of_4Q_2016.pdf
8. ŠIMIĆ, Marija. INVESTMENT CRITERIA SET BY VENTURE CAPITALISTS [online]. Split, 2015 [cit. 2019-04-20]. Dostupné z: https://hrcak.srce.hr/file/221353. University of Split.

Zoznam obrázkov a tabuliek

Zoznam obrázkov

Obrázok 1.2.1 – Klasifikácia Private Equity a Venture Capital _____ *7*

Obrázok 2.2.2 – Delenie Private Equity a Venture Capital _____ *8*

Obrázok 1.2.3 - Investície od Business Angels v krajinách Európy (v miliónoch eur) _____ *9*

Obrázok 1.3.1 – Špecifiká ocenenia naprieč fázami životného cyklu podniku _____ *12*

Obrázok 1.4.1 – Proces selekcie vo Venture Capital _____ *15*

Obrázok 2.4.1 - Výkonnosť VC fondov v USA na zákalde IRR podľa roku vzniku _____ *33*

Obrázok 2.4.2 - Porovnanie výkonnosti VC fondov v USA a zvyšku sveta _____ *35*

Zoznam tabuliek

Tabuľka 2.4.1 – Investičné kritéria Venture Capital _____ *27*

Tabuľka 2.4.3 – Požadované zhodnotenie VC investícií _____ *29*

Tavuľka 2.4.4 - Požiadavky zhodnotenia a rizikovosť straty investície podľa Industry Ventures ____ *30*

Tabuľka 3.2.1 – Odhadované spôsoby príjmov spoločnosti XY _____ *38*

Tabuľka 3.3.1 – Výkaz zisku a strát 2017 až 2018 (v EUR) _____ *39*

Tabuľka 3.3.2 - Vybrané položky súvahy spoločnosti XY 2017 až 2018 (v EUR) _____ *40*

Tabuľka 3.3.3 – Náklady na vývoj mobilnej aplikácie (v EUR) _____ *41*

Tabuľka 4.1.1 – prehľad investícií v oblasti lojality a služieb pre malé a stredné reštaurácie a podniky _____ *46*

Tabuľka 4.2.1.1 – Počet reštaurácií a reštauračných podnikov na Slovensku _____ *50*

Tabuľka 4.2.1.2 – Obrat v reštauračných zariadenia na Slovensku (v tis. EUR) _____ *51*

Tabuľka 4.2.1.3 - Ročné tržby prepočítané na jednu reštauráciu na Slovensku (v tis. EUR) _____ *52*

Tabuľka 4.2.1.4 – Potenciálny počet vhodný reštaurácií na Slovensku v roku 2016 _____ *53*

Tabuľka 4.2.1.5 – Počet reštauračných zariadení v ČR _____ *54*

Tabuľka 4.2.1.6 – Tržby na jeden podnik rozdelené podľa veľkosti podniku v ČR (v tis. EUR) _____ *55*

Tabuľka 4.2.1.7 – Potenciálny počet vhodný reštaurácií v Českej republike v roku 2016 _____ *55*

Tabuľka 4.2.1.8 – vývoj veľkosti trhu reštaurácií v Českej republike a na Slovensku _____ *56*

Tabuľka 4.2.1.9 – Počet reštauračných zariadení na dodatočných cieľových trhoch _____ *57*

Tabuľka 5.2.2.1 – Množstvo potenciálnych užívateľov aplikácie v jednotlivých krajinách a priemerná spotreba v reštauračných zariadenia na obyvateľa _____ *58*

Tabuľka 4.2.2.2 – Odhadovaná mesačná útrata aktívneho užívateľa cez aplikáciu XY _____ *59*

Tabuľka 5.1.1 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantách _____ *63*

Tabuľka 5.1.2 – Vývoj tržieb z partnerských reštaurácií v roku 2019 _____ *64*
*Tabuľka 5.1.3 – rast užívateľskej báze 2019*_____ *65*
*Tabuľka 5.1.1 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantách*_____ *68*
Tabuľka 5.1.5 – Odhad tržieb na Slovensku pre realistickú variantu _____ *69*
Tabuľka 5.1.6 – Odhad tržieb na Slovensku pre realistický variant _____ *70*
Tabuľka 5.2.2 – Predpoklady firmy XY v jednotlivých variantoch v Českej republike _____ *71*
*Tabuľka 5.2.3 – Odhad tržieb pre optimistický variant na Českom trhu*_____ *72*
*Tabuľka 5.2.4 – Odhad tržieb pre český trh pre realistickú a pesimistickú variantu*_____ *73*
Tabuľke 6.2.5- Predpokladané tržby XY na ČR a SVK trhu v EUR _____ *74*
Tabuľka 5.3.1 – Odhad nákladov XY v jednotlivých rokoch na Českom a Slovenskom trhu (v eurách) 76
Tabuľka 6.3.2 – Odhad potenciálnej investície pre český a slovenský trh (v eurách) _____ *77*
*Tabuľka 5.4.1 – Multiplikátori podľa prof Damodarana*_____ *79*
*Tabuľka 5.4.2 – Podobné firmy XY obchodované na burze a ich multiplikátory*_____ *80*
Tabuľka 5.4.3 – zoznam akvizícií podobných firiem xxx _____ *81*
Tabuľka 5.5.1 – Odhadovaná výška exitu na konci roku 2022 _____ *82*
Tabuľka 5.5.2 – Súčasná hodnota potenciálneho exitu v roku 2022 (v eurách) _____ *84*
Tabuľka 5.5.3 – Predpokladaná hodnota Post Money Equity a nárok investora na podiel v spoločnosti _____ *85*

Zoznam grafov

Graf 3.4.1 – Úspešnosť investícií do firiem v Early Stage fáze _____ *31*
Graf 2.4.2 Úspešnosť investícií do firiem v Later Stage _____ *32*
*Graf 5.5.1 – Znázornenie potenciálne exit hodnoty v jednotlivých rokoch*_____ *83*