

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA o.p.s.

Studijní program: N0413A050001 Ekonomika a management

Studijní obor/specializace: Specializace Finance v mezinárodním podnikání

Valuace start-upů v různých fázích životního cyklu Diplomová práce

Turchin Daniil

Vedoucí práce: doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Autor práce: Daniil Turchin
Studijní program: Ekonomika a management
Specializace: Finance v mezinárodním podnikání
Vedoucí práce: doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA

Název práce: **Valuace start-upů v různých fázích životního cyklu**

Jazyková varianta: Čeština

Cíl: Porovnání různých valuačních a finančně-analytických metod vhodných pro použití v rámci start-upů. Cílem práce je provést přehledovou rešerši těchto metod a přístupů. V návaznosti na to bude na příkladu vybraného start-upu demonstrováno jejich praktické použití. Závěr diplomové práce bude věnován celkovému zhodnocení vhodnosti příslušných v odborné literatuře popsaných metod a diskusi o vypovídací schopnosti a praktické uplatnitelnosti získaných výsledků.

Rámcový obsah:

1. Metody evaluace start-upů
2. Případová studie - aplikace valuačních a finančně-analytických metod na příkladu vybraného start-upu
3. Celkové zhodnocení vhodnosti a vypovídací hodnoty získaných výsledků

Rozsah práce: 55 - 65 stran

Literatura:

1. KUPOR, S. *Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It*. USA: Portfolio, 2019. 320 s. ISBN 978-05-93-08358-1.
2. THIEL, P A. -- MASTERS, B. -- SEDLÁK, L. *Od nuly k jedničce: úvahy o startupech, aneb, jak tvořit budoucnost*. 1. vyd. Jan Melvil Publishing, 2015. 191 s. Žádná velká věda. ISBN 978-80-87270-72-1.
3. RAMSINGHANI, M. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies, 2nd Edition*. USA: Wiley, 2014. 432 s.
4. TAYLOR FRANCIS GROUP, R. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. [online]. 2021. URL: <https://www.tandfonline.com/loi/tvec20>.

Datum zadání: květen 2022

Datum odevzdání: leden 2023

Elektronicky schváleno: 11. 1. 2023
Daniil Turchin
Autor práce

Elektronicky schváleno: 12. 1. 2023
doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA
Vedoucí práce

Elektronicky schváleno: 12. 1. 2023
doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA
Garant studijní specializace

Elektronicky schváleno: 12. 1. 2023
doc. Ing. Pavel Mertlík, CSc.
Rektor ŠAVŠ

Prohlašuji, že jsem závěrečnou práci vypracoval(a) samostatně a použité zdroje uvádím v seznamu literatury. Prohlašuji, že jsem se při vypracování řídil(a) vnitřním předpisem ŠKODA AUTO VYSOKÉ ŠKOLY o.p.s. (dále jen ŠAVŠ) směrnici Vypracování závěrečné práce.

Jsem si vědom(a), že se na tuto závěrečnou práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, že se jedná ve smyslu § 60 o školní dílo a že podle § 35 odst. 3 je ŠAVŠ oprávněna mou práci využít k výuce nebo k vlastní vnitřní potřebě. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna podle § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách.

Beru na vědomí, že ŠAVŠ má právo na uzavření licenční smlouvy k této práci za obvyklých podmínek. Užiji-li tuto práci, nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, mám povinnost o této skutečnosti informovat ŠAVŠ. V takovém případě má ŠAVŠ právo ode mne požadovat příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to až do jejich skutečné výše.

V Praze dne

Děkuji doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA, za odborné vedení závěrečné práce, poskytování rad a informačních podkladů.

Obsah

1	Metody valuace start-upů.....	8
1.1	Start-up	8
1.1.1	Definice start-upů a jejich charakteristiky.....	8
1.1.2	Důležitost valuace start-upů	9
1.1.3	Složitost valuace start-upů.....	12
1.1.4	Fáze životního cyklu a financování start-upů.....	14
1.2	Valuační a finančně-analytické metody valuace start-upů.....	Ошибка!
	Закладка не определена.	
1.2.1	Berkusova metoda (The Berkus method)	22
1.2.2	Metoda založená na principu součtu rizikových faktorů (Risk factor summation method)	23
1.2.3	Metoda založená na principu bodování (Scorecard method).....	25
1.2.4	Metoda srovnatelných transakcí (Comparable transactions method).....	26
1.2.5	Venture Capital method	28
1.2.6	Metoda DCF	29
1.3	Porovnání různých valuačních a finančně-analytických metod vhodných pro použití v různých fázích životního cyklu start-upů.....	30
2	Případová studie – aplikace valuačních a finančně-analytických metod na příkladu vybraného start-upů.....	33
2.1	Charakteristika start-upů Snowflake Computing Inc.....	33
2.1.1	Stav společnosti Snowflake Computing Inc. v současné době	33
2.1.2	Obchodní model společnosti	33
2.1.3	Charakteristika produktu společnosti	35
2.1.4	Finanční ukazatele společnosti.....	36
2.1.5	Investiční kola společnosti	40
2.1.6	Konkurenční prostředí	41
2.2	Charakteristika start-upů Snowflake v různých fázích životního cyklu	44
2.2.1	Charakteristika start-upů v rané fázi	44
2.2.2	Charakteristika start-upů ve fázi expanze.....	46
2.2.3	Charakteristika start-upů v pozdní fázi.....	47
2.3	Aplikace valuačních a finančně-analytických metod na příkladu vybraného start-upů Snowflake	49
3	Celkové zhodnocení vhodnosti a vypovídací hodnoty získaných výsledků....	58

3.1	Analýza dat získaných z valuace Snowflake z hlediska praktické použitelnosti.....	59
3.2	Obecné posouzení použitelnosti popsaných metod pro valuaci start-upů v různých fázích životního cyklu	61
	Závěr	64
	Seznam literatury	66
	Seznam příloh	69

Úvod

Valuace tradičního typu společností s dlouhou historií činnosti již dlouho není problémem. Otázky valuace startupů-mladých společností působících na nových nebo vznikajících trzích, které mají velmi krátkou historii a dosud nemají zisk, ale slibují vysokou míru růstu příjmů a vysokou návratnost investic- jsou stále důležitější pro investory, podnikatele, úvěrové instituce, pojišťovny a další účastníky trhu. Ocenění nákladů na takové podnikání je mnohem obtížnější. V procesu hodnocení společnosti však často dochází k mnoha problémům a rozporům.

V raných fázích vývoje společnosti existuje velký počet nejasností v technických, ekonomických a tržních aspektech činnosti, a proto je nejčastěji obtížné spolehlivě posoudit její potenciál.

Cílem práce je provést přehled metod a přístupů používaných k valuaci start-upů v různých fázích životního cyklu.

První kapitola diplomové práce seznamuje se základními definicemi start-upu, popisuje jeho hlavní charakteristiky, vznikající potíže při valuaci start-upů. Byly rozebrány fáze životního a finančního cyklu start-upů, fáze vývoje a nejpoužívanější metody valuace v praxi. Bylo provedeno srovnání a porovnání různých metod s cílem určit shodu použití metody s ohledem na fázi životního cyklu.

Ve druhé kapitole byla provedena komplexní analýza vybraného start-upů Snowflake, včetně údajů o skutečném stavu start-upů od okamžiku, kdy se narodil nápad až po uvedení společnosti na IPO. Na základě charakteristik start-upů a prohlížených metod valuace byla provedená Pre-money valuace Snowflake v rané fázi a fázi expanze.

Ve třetí kapitole byla provedena analýza získaných dat z pozice praktické použitelnosti a je také uveden závěr o celkové účinnosti použití metod valuace start-upů v závislosti na fázi jeho životního cyklu.

1 Metody valuace start-upů

V posledních letech si start-upy získaly značnou popularitu. Tyto malé mladé společnosti jsou schopny rychle se přizpůsobit měnícím se tržním podmínkám a rychle reagovat na potřeby zákazníků. Na rozdíl od velkých společností jsou start-upy flexibilnější a v případě potřeby jsou schopny rychle změnit obchodní model společnosti. V důsledku toho se start-upy stávají stále atraktivnější možností pro podniků a investory, kteří chtějí získat výhody z nových příležitostí. Valuace start-upů je složitý proces, částečně kvůli unikátním charakteristikám a fázím životního cyklu, kterými tyto společnosti procházejí.

V této kapitole byla uvedena definice start-upů, byly zkoumány charakteristiky start-upů, složitosti, které vznikají při jejich valuaci, a také fáze životního cyklu, vývoje a financování start-upů. Jsou uvedeny metody valuace start-upů a srovnávací analýza shody metody valuace s životním cyklem start-upů.

1.1 Start-up

1.1.1 Definice start-upů a jejich charakteristiky

V literatuře neexistuje jednotná interpretace pojmu "start-up". Například známý podnikatel Steve Blank definoval start-up jako společnost nebo dočasnou organizaci vytvořenou k nalezení opakovatelného a škálovatelného obchodního modelu (Blank, 2020). Podle jiného známého podnikatele Erica Riesa (2011) start-upy jsou organizace, které vytvářejí nový produkt nebo novou službu v podmínkách vysoké nejistoty. Investor David Kidder (2012) definuje start-up jako společnost vytvořenou zakládajícím týmem, aby realizoval původní podnikatelskou iniciativu (nápad) zaměřenou na vysoký růst, poměr rizika a zisku, škálovatelnost a vedoucí postavení na trhu.

Vzhledem k výše popsaným a dalším široce prezentovaným definicím v literatuře lze usoudit, že start-upy jsou nově vytvořené nebo nacházejících v raných fázích fungování společnosti, s vysokou nejistotou, realizující původní podnikatelskou iniciativu (nápad na produkt nebo služby) s vysokým růstovým potenciálem, prostřednictvím škálovatelného obchodního modelu. Start-up nabízí spotřebitelům nové řešení existujícího v oboru problému, a to využitím zásadního nového přístupu,

inovativní technologie, produktu nebo interakčního systému ve veřejných a výrobních činnostech.

Mezi klíčové faktory, které odlišují start-up od tradičních mladých společností, patří zaměření na rychlý růst, škálování obchodního modelu, získávání externího financování v různých fázích vývoje společnosti.

Na základě výzkumu různých autorů o podstatě start-upů lze zdůraznit některé běžné základní charakteristiky, které odlišují start-up od tradičního malého podniku:

- Zaměření na růst. Ve většině případů jsou start-upy zaměřeny na dosažení rychlého růstu, škálování obchodního modelu a také na zachycení podílu na trhu navzdory dalším vznikajícím rizikům.
- Omezené zdroje. Finanční i lidské zdroje zakládajícího týmu jsou omezené, zejména v raných fázích vývoje společnosti.
- Kultura inovací a riskování. Smyslem start-upů je často podpora inovací, zavádění nových technologií nebo modernizace předchozích nápadů. Díky tomu jsou schopni konkurovat různým hráčům na trhu s již zavedenou komerční reputací.
- Rané vývojové stadium. Start-upy jsou nejčastěji společnosti v raných fázích vývoje, které mají malý nebo žádný příjem.

Úkolem start-upů je co nejdříve rozvíjet nápad, vytvořit funkční prototyp (minimální životaschopný produkt) a najít efektivní strategii propagace na trhu. Taková touha po rychlém růstu společnosti je zpravidla způsobena touhou zakladatelů zveřejnit start-up (uvést jej na akciový trh) a získat vysokou návratnost investic. Investování do start-upů je velmi riskantní podnikání. Většina z nich selhává, někteří nakonec prosperují, ale pouze jednotlivé start-upy mohou investorovi přinést astronomické výnosy.

1.1.2 Důležitost valuace start-upů

Valuace start-upů lze provádět v různých fázích jeho fungování, v závislosti na cílech a iniciátorech procedury. Otázka peněžního ocenění start-upů je zajímavý jak pro investory, tak pro vlastníky podniků, protože jim poskytuje nástroje pro rozhodování o nákupu, prodeji nebo financování start-upů.

Existují dva různé přístupy k valuaci start-upů: (Cremades, 2016):

- Valuace zakladatele,

Posouzení hodnoty podniku z pohledu majitelů start-upů, a to i na základě jejich vlastních očekávání potenciálního budoucího růstu a úspěchu společnosti, úrovně jejího rozvoje a postavení v oboru v době hodnocení.

- Tržní valuace.

Tento typ valuace je založen na vnímané hodnotě start-upů na trhu a bere v úvahu různé faktory, včetně potenciálu expanze start-upového odvětví, stadium jeho vývoje, síly manažerského týmu, poptávky po produktech nebo službách a finanční výkonnosti.

Pro majitele start-upů je valuace podniku důležitá z mnoha důvodů. Valuace pomáhá identifikovat současnou hodnotu společnosti, oblasti pro zlepšení, cíle a měřítka pro budoucí růst a škálování společnosti, plánovat obchodní model a strategii rozvoje, získávat finanční prostředky.

Nejčastějšími důvody zakladatelů pro valuaci jsou prodej start-upů nebo podílu v něm, přehodnocení podílu investora na majetku po získání dodatečného financování, zastavení obchodního podílu při úvěrování, odchod investorů ze start-upů, prodej akcií, výpočet daní pro zaměstnance, kteří vlastní akcie, rozvoj strategií rozvoje.

Valuace start-upů je důležitou součástí investičního procesu pro investory, protože jim pomáhá určit podíl vlastnictví start-upů, který obdrží na základě objemu investovaného kapitálu, a také váženě rozhodovat, zda investovat do jedné nebo druhé společnosti. Pro tyto účely investoři provádějí předinvestiční valuace, to znamená, že určují hodnotu vlastního kapitálu start-upů před získáním externího financování. Po získání financování, hodnota vlastního kapitálu se zvyšuje o částku získané investice, což vede k ocenění po obdržení peněz. Jinými slovy, předběžná valuace se týká hodnoty společnosti před kolem financování, post investiční - bere v úvahu náklady na spuštění nového získaného kapitálu.

Tento proces zahrnuje analýzu různých aspektů start-upů, aby se dalo pochopit jeho růstový potenciál a budoucí příjmy, související rizika a potenciální návratnost investic. Pečlivým zkoumáním finančních ukazatelů, obchodního modelu, vývojového stádia, tržních příležitostí a manažerského týmu je možné získat

představu, zda má společnost šanci na úspěch a zda je to dobrá investiční příležitost.

Hodnocení manažerského týmu je také kriticky důležité, protože tým je klíčovým faktorem úspěchu start-upů. Vyhodnocením zkušeností, dovedností a výsledků týmu mohou investoři získat představu o schopnosti týmu realizovat vizi společnosti a vyrovnat se s obtížemi. Historie financování start-upů, včetně výše financování, které obdržela, a hodnocení, za které získala finanční prostředky, může také ovlivnit jeho valuaci.

Může existovat rozdíl mezi valuaci zakladatele a tržní valuaci, zejména pro začínající podniky, které dosud nedosáhly významného finančního úspěchu. V takových případech může být valuace zakladatele založeno na jeho vlastních očekáváních ohledně budoucího růstu a výkonnosti společnosti, zatímco tržní může být založeno na konzervativnějších předpokladech. Hlavním problémem je, že obě strany investičního obchodu (podniky a investoři) mají zájem o získání vlastních výhod. Někteří se snaží zvýšit hodnotu obchodu a jiní naopak snížit, aby získali lepší podmínky.

Abychom to shrnuli, můžeme říci, že problematika valuace start-upů je důležitá jak pro podnikatele (zakladatele společnosti), tak pro potenciálního investora. Investice do start-upů je tržní obchod, ve kterém každá strana získá odpovídající hodnotu za to, co obětuje. V tomto ohledu je valuace start-upů pro obě strany procesem financování rizikového kapitálu rozhodující při určování odhadu reálné ekonomické hodnoty podílu zakladatele společnosti, který může investor získat za kapitál, který investuje, a tedy výměnou za který může podnikatel získat primární nebo dodatečné financování pro rozvoj svého start-upů.

Celkově je valuace start-upů důležitá pro každého, kdo uvažuje o investování nebo práci se start-upem. Valuace start-upů pomáhá investorům a potenciálním kupcům pochopit hodnotu společnosti a určit, kolik jsou ochotni za ni zaplatit, pomáhá samotné společnosti pochopit její hodnotu a stanovit finanční cíle a měřítka, informace získané valuací lze použít ke sladění spravedlivých podmínek investic nebo akvizic. Nakonec je důležitost ocenění start-upů závisí od jeho schopnosti poskytnout jasný a přesný odhad hodnoty a potenciálu společnosti.

1.1.3 Složitost valuace start-upů

Problematika odhadu nákladů na start-upy – mladé firmy s originálním nápadem na produkt nebo službu, velmi krátkou historií a žádným ziskem, ale slibující vysoké tempo růstu tržeb a vysokou návratnost investic, která je jedním z nejvíce významných faktorů pro investory, podnikatele, úvěrové instituce a další účastníky trhu.

Rizika spojená s investováním do mladé společnosti jsou přitom velmi vysoká a zahrnují produktová, finanční, administrativní, organizační, právní atd. Míra rizika je stanovena na základě analýzy podobných společností v odvětví s podobnými charakteristikami, hodnocení manažerského týmu, dynamiky odvětví, strategií pronikání na trh a dalších faktorů.

V případě investice do úspěšného start-upů však vysoká rizika znamenají vysokou návratnost investice. Většina podnikatelů, kteří se rozhodnou investovat do start-upů, je motivována očekáváním, že kapitál, který investují, bude mít v budoucnu velkou hodnotu. Řada výzkumníků dává doporučení ohledně míry návratnosti požadované investory v různých fázích rozvoje podniku (viz Tab. 1):

Tab. 1 Přehled očekávaných výnosů ze strany investorů

Fáze životního cyklu	Plummer / QED median	Scherlis and Sahlman	Damodaran
Problem/Solution fit & MVP	50 – 70%	50 – 70%	50 – 70%
Product/Market fit	40 – 60%	40 – 60%	40 – 60%
Scale	35 – 50%	30 – 50%	35 – 50%
Maturity	25 – 35%	20 – 35%	25 – 35%

Zdroj: (Plummer, Scherlis, Sahlman, Damodaran, 1987, 1998, 2009)

Při valuaci tradičních investičních projektů, kdy lze celkem snadno a přesně určit velikost trhu a požadovanou investici, předpokládané výnosy a míru rizika, mají investoři možnost využít standardních postupů posuzování. Faktem je, že start-upy jsou v mnohem dřívější fázi svého životního cyklu než zavedené firmy a chybí jim řada důležitých výkonnostních ukazatelů, které komplikují valuaci.

Při valuaci start-upů existují následující potíže:

- 1) Omezená nebo žádná finanční historie,

Start-upy mají tendenci být v raných stadiích vývoje a nemusí mít žádné záznamy o příjmech nebo ziscích, takže je obtížné předvídat jejich budoucí výkon (Feld a Mendelson, 2019). Většina start-upů jsou začínající podniky, které nemají dostatečné údaje o své finanční činnosti, ve většině případů ne delší než 2 roky, nebo nemusí mít historická data, která by mohla být použita pro účely hodnocení.

2) Vysoká míra nejistoty,

Start-upy fungují v podmínkách nedostatku informací, omezeného financování, silné konkurence na trhu, chybějící infrastruktury potřebné pro implementaci technologií, úrokových a daňových sazeb, nespolehlivosti a nemožnosti přesně předvídat výsledky přijatých rozhodnutí.

3) Nízké nebo žádné tržby a výnosy,

Charakteristickou vlastností start-upů, zejména v raných fázích vývoje, je absence nebo malý počet prodejů, přičemž start-upy zároveň investují značné obchodní zdroje do vytváření obchodního modelu, rozvoje zákaznické základny a vývoje produktu nebo služby, který splňuje přání trhu. V důsledku toho mohou mít start-upy často nulový nebo záporný provozní příjem.

4) Neschopnost najít srovnatelnou společnost,

Obtížnost výběru srovnatelných start-upů je dána tím, že i v rámci stejného odvětví mohou mít start-upy zabývající se podobnou činností řadu odlišností, což v konečném důsledku neumožňuje určit pozici firmy na trhu, potenciál jejího budoucího růstu, a také znesnadňuje používání tradičních metod valuaci a hodnocení konkurenčního prostředí.

5) Závislost na kapitálovém financování a přímých investicích.

Tento aspekt je zvláště obtížný při valuaci start-upů, protože start-upy mohou mít velký počet investorů, kteří mají od podnikání svá vlastní očekávání, pokud jde o ziskovost, strategie rozvoje atd., může ovlivnit kapitálové náklady společnosti, což dále komplikuje proces valuaci.

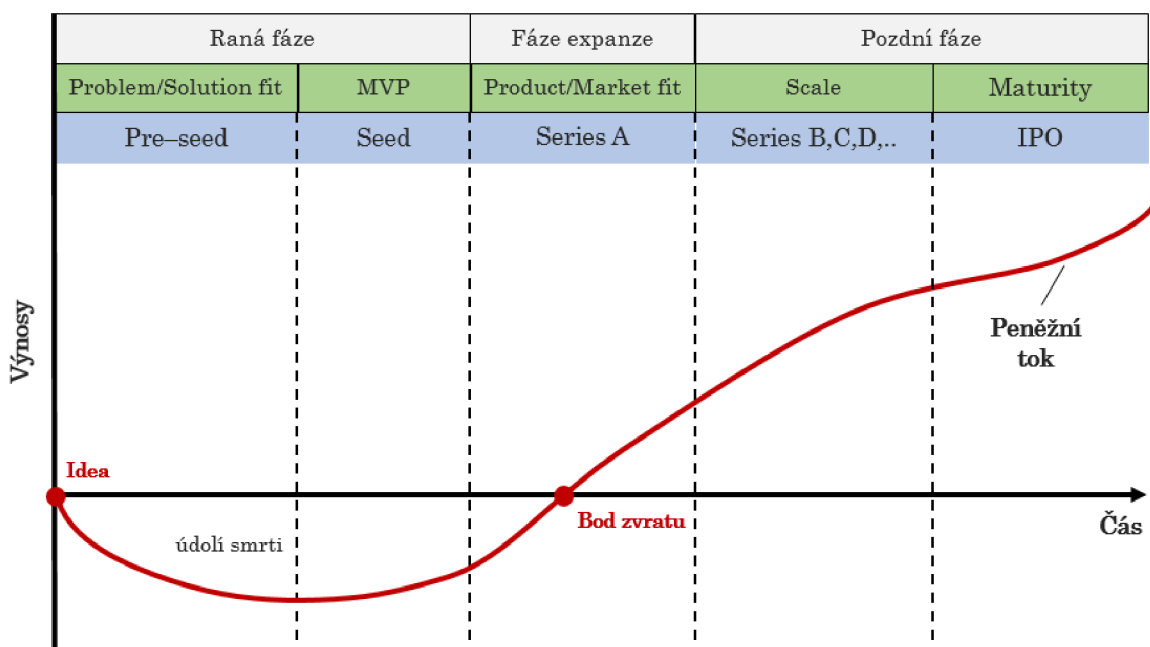
Obecně platí, že složitost valuaci start-upů je dána tím, že takové společnosti nemají historická data, jsou potíže s hodnocením jejich peněžních toků a zisků (start-upy v

této fázi zpravidla nemají žádné příjmy), společnost nevstoupila na trh a nemá potvrzení o zájmu zákazníků o svůj nový produkt nebo službu. Start-upy se navíc primárně zaměřují na vytvoření nového produktu, který ještě na trhu nebyl. V této souvislosti je například použití komparativního přístupu k valuaci omezené kvůli nemožnosti vybrat společnost s analogovým produktem. Finanční ukazatele také nestačí k dlouhodobému hodnocení podniku a predikci jeho budoucího potenciálního zisku.

1.1.4 Fáze životního cyklu a financování start-upů

Úspěch start-upů závisí na mnoha faktorech, včetně kvality nabízeného produktu nebo služby, efektivity obchodního modelu a síly manažerského týmu. Dalším důležitým faktorem, který může ovlivnit úspěch start-upů, je dostupnost adekvátního financování, protože to může určovat schopnost start-upů financovat své operace, škálovat podnik a dosahovat svých cílů.

Podle různých literárních zdrojů se životní cyklus start-upů obvykle skládá z následujících fází, z nichž každá odpovídá určitému stadiu vývoje a financování start-upů (viz Obr. 1):



Zdroj: Vlastní zpracování

Obr. 1 Fáze životního cyklu a financování start-upů

Obecně platí, že fáze životního cyklu start-upů úzce souvisejí s fázemi financování start-upů, protože potřeby financování start-upů se mění, jak postupuje různými fázemi životního cyklu a stadia vývoje. I když je každý start-up jiný, většina společností prochází při svém růstu zhruba stejnými fázemi životního cyklu a vývojovými stadii.

Rozlišují se následující fáze životního cyklu start-upů:

1) *Raná fáze,*

V rané fázi životního cyklu start-upů se zaměřujeme na vývoj obchodního modelu a minimálního životaschopného produktu (dále jen MVP). Tato fáze životního cyklu obvykle odpovídá dvěma stadiím vývoje start-upů: nalezení řešení problému a vytvoření životaschopného prototypu produktu nebo služby.

Ve stadii hledání řešení problému se rodí podnikatelský nápad. Společnost má v podstatě nápad na produkt/službu, která řeší konkrétní problém. Hlavními úkoly zakladatelů start-upů v této fázi je získat potvrzení zájmu potenciálních zákazníků o tento produkt nebo službu a také určit jejich cílové publikum. Kromě toho se formuje tým zakladatelů a manažerů, rozvíjí se obchodní model společnosti.

Stadium vývoje MVP je charakterizovaný ztělesněním myšlenky zakladatelů start-upů ve formě funkčního prototypu produktu nebo služby, který má minimum funkcí nezbytných pro uspokojení poptávky zákazníků. Tento typ produktu se nazývá minimální životaschopný produkt. Pomocí MVP má firma možnost otestovat produkt/službu na trhu u reálných zákazníků. Na základě obdržené zpětné vazby získává start-upový tým data o poptávce po produktu/službě, sleduje chování zákazníků, cílové publikum a jeho potřeby, upravuje propagační kanály a minimalizuje rizika.

Pokud jde o financování, v závislosti na vývojovém stadiu start-upů mají podnikatelé širší výběr zdrojů financování firmy. Jestli jsou ve stadiu nápadu typickými zdroji počátečního financování start-upů samotní zakladatelé, jejich přátelé a příbuzní, business angels, banky, crowdfunding, granty a akcelerátory, pak již ve stadiu vývoje prototypu produktu nebo služby, start-up může také počítat s investicemi od investorů rizikového kapitálu a fondů.

Raná fáze životního cyklu start-upů je často považována za vysoce rizikovou, protože společnost stále testuje a zdokonaluje svůj obchodní model a zatím nevytváří provozní zisk nebo je ztrátová. Tato fáze končí, když start-up vstoupí na trh.

2) *Fáze expanze,*

V této fázi životního cyklu se zakladatelé start-upů zaměřují na optimalizaci obchodního modelu, budování pracovního a manažerského týmu, vytváření a rozšiřování distribučních kanálů, zvyšování příjmů a hledání dalších finančních prostředků pro další škálování a růst.

Start-up je v této fázi ve stadiu kontroly, zda produkt splňuje očekávání trhu. Mezi hlavní cíle této etapy patří potvrzení zájmu zákazníků o produkt nebo službu, vytvoření a posílení pozice na trhu, přilákání a udržení zákazníků.

V této fázi je produkt/služba optimalizována/upravena tak, aby splňovala požadavky trhu. MVP je vyvíjen, dokud nespĺňuje potřeby trhu a je snadno škálovatelný. Celkový počet zaměstnanců roste úměrně s růstem počtu aktivní klientské základny. Pokud má produkt zavedenou zákaznickou základnu, může start-up generovat příjmy, které pomohou definovat obchodní model pro budoucí růst. Zpravidla v této fázi start-up dosáhne bodu zvratu a začne generovat pozitivní cash flow.

Kromě toho je důležité poznamenat, že některé start-upy v této fázi životního cyklu mohou dospět k rozhodnutí restartovat start-up a radikálně změnit podnikatelský nápad, pokud se ukáže, že původní hypotézy nejsou životaschopné a neobdržely žádné potvrzení a reakce od potenciálních zákazníků.

Z hlediska financování je tato fáze obvykle charakterizována přilákáním dodatečného kapitálu od investorů rizikového kapitálu. Zajištěním růstového kapitálu a rozšířením týmu se zakladatelé start-upů mohou soustředit na škálování svého obchodního modelu.

3) *Pozdní fáze.*

Start-up se již etabloval jako úspěšný podnik a zaměřuje se na udržení své pozice na trhu a další růst, mimo jiné prostřednictvím vstupu na zahraniční trhy, agresivních marketingových kampaní a rozšiřování produktové řady. Start-upy v tomto období svého fungování procházejí posledními vývojovými

stadii na cestě k postavení se na trhu dobře etablované společnosti – stadia škálování a zralosti.

Po potvrzení shody produktu s trhem, kdy už start-up má zákaznickou základnu a příjem, začíná etapa škálování. Další kroky společnosti směřují k zajištění rychlého růstu a získání vedoucí pozice na domácím i zahraničním trhu, zefektivnění obchodních procesů, rozšiřování počtu zaměstnanců a maximalizaci zisku.

Velmi málo start-upů dosáhne stadiu zralosti. Dochází k přechodu od start-upů k podnikání. Společnost vlastní osvědčený produkt a je zaměřena na mezinárodní expanzi svých aktivit, tržby jsou stabilní, růst mírný. Pro další růst lze uvažovat o fúzích a akvizicích. Pokud v tomto okamžiku společnost nebyla prodána konkurentům nebo jiným investorům, provede primární veřejnou nabídku na burze a stane se veřejnou.

Vytvoření nové společnosti zahrnuje dostupnost počátečního financování nebo kapitálových investic. Start-upy, zpravidla, přilákávají několik po sobě jdoucích kol investic a do té míry, jak se jejich podnik vyvine z počátečního nápadu v neověřený produkt nebo službu, a v případě úspěchu se stane vyspělou společností, která generuje značné příjmy. Tato investiční kola umožňují zakladatelům start-upů hledat, získávat a následně vyjednávat kapitál, který potřebují k rozvoji a růstu společnosti.

Angel-investor - je to soukromá osoba, obvykle má akreditaci investora a vlastníčí značným kapitálem pro investice, který je připraven a schopen rozumně riskovat, že poskytuje kapitál výměnou za podíl ve společnosti.

Programy akcelérátoru nebo inkubátoru - programy zaměřené na financování a podnikatelskou podporu začínajících podnikatelů výměnou za jejich vlastní kapitál.

Existuje několik kol financování:

1) *Pre-Seed*,

Počáteční financování jakéhokoli start-upů obvykle pochází od samotných zakladatelů, kteří však vyžadují další kapitál k dalšímu rozvoji podnikatelského nápadu. V tomto kole předběžného financování získávají zakladatelé start-upů investice potřebné k vývoji konceptu produktu nebo služby, testování prototypů a průzkumu před uvedením na trh.

Investoři jsou v této fázi obvykle rodinní příslušníci nebo přátelé, business angels, akcelerátory, banky, inkubátory nebo crowdfundingové sítě. V průměru celková výše investic přijatých start-upy v této fázi nepřesahuje \$500 000.

Předkolo tedy v podstatě pomáhá start-upů vytvořit prototyp nebo organizační strukturu, která mu umožní dále rozvíjet podnikání a také iniciovat následná investiční kola.

U některých start-upů není toto kolo financování vyžadováno, protože zakladatelé mají dostatečné množství vlastního kapitálu.

2) *Seed*,

Toto kolo financování se vyznačuje tím, že start-up má úspěšně vyvinutý MVP, optimalizuje obchodní model, včetně modelu prodeje, a má malý, ale zkušený manažerský tým. Aby byly v tomto kole pro investory atraktivní, musí start-upy vykazovat příznaky růstu ze strany zákaznické základny nebo měsíčních příjmů. Start-upy v této fázi buď nemají žádný zisk, nebo mají minimální. Start-upy v tomto stadiu poskytují akcionářský kapitál společnosti výměnou za velké množství peněžních prostředků.

Pro investory jsou v dané etapě rozhodujícími kritérii při výběru start-upů je zájem trhu o produkt, vize společnosti a složení manažerského týmu a zakládajícího týmu. Investování do společností je v této etapě považováno za vysoce rizikový typ investice, protože množství ohroženého kapitálu je extrémně vysoké.

Investoři jsou ve většině případů andělští investoři a větší investoři rizikového kapitálu, kteří mají obvykle pod správou kapitál do 50 milionů USD, avšak financování lze získat také od alternativních investorů. Rozsah investic, které start-up v tomto kole obdrží, je od 500 tisíc do 5 milionů dolarů.

3) *Seria A*,

Toto kolo investic zahrnuje start-upy s vyzrálým, životaschopným produktem nebo službou, malou, ale zavedenou zákaznickou základnou, zavedeným manažerským týmem a infrastrukturou k dosažení současných a budoucích obchodních cílů. Ukazatel ziskovosti v této etapě nemá pro investory rozhodující význam, větší investiční atraktivitu však budou mít start-upy, které vykazují postupný růst tržeb.

Investice, které start-up v této etapě obdrží, slouží ke škálování obchodního modelu společnosti (vývoj reklamních strategií, rozšiřování klientské základny, zvyšování povědomí o značce), jakož i zlepšování produkčních nebo organizačních aspektů podnikání nezbytných pro zajištění stálého růstu společnosti.

Tato forma investice je často poskytována prostřednictvím prioritních akcií (tyto akcie nedává svým držitelům hlasovací práva), které jsou formou pevné dividendy vyplácené investorům, což jim dává přednost před následnými investory. To znamená, že pokud se najdou kupci prioritních akcií, budou moci své akcie prodat dříve než běžní akcionáři. Investoři mají navíc v budoucnu možnost přeměnit své preferované akcie na kmenové akcie.

Investoři kola A obvykle zahrnují venture kapitalisty, andělské investory, investiční firmy a hedgeové fondy. Ve většině případů kola A vynesou investice mezi 5 miliony a 10 miliony dolarů.

4) *Seria B,*

Financování kola B je vhodné pro společnosti, které vykazují rychlý růst tržeb a pozitivní míru návratnosti. Start-up vytvořil svůj manažerský tým, klientskou základnu a produkt nebo službu, které mají na trhu vysokou spotřebitelskou poptávku.

Získaný kapitál využívá vedení start-upů k realizaci strategie expanze společnosti: zvýšení podílu na trhu, rozšíření výrobní kapacity, rozšíření klientské základny, manažerského a provozního týmu start-upů atd.

Ukázalo se, že klíčoví investoři v tomto kole jsou stejní jako ve financování kola A. Někteří investoři z předchozích kol financování mohou chtít zvýšit svůj podíl ve společnosti.

Výše investic, které start-upy v tomto kole obdrží, se liší v závislosti na mnoha faktorech (obchodní linie, úroveň příjmů, popularita produktu atd.). Výše kapitálu získaného v tomto kole se pohybuje od 5 do 30 milionů dolarů.

5) *Series C, D, E, F, G,*

Start-upy, které dosahují kola C, jsou obvykle dobře zavedené a dobře známé ve svém oboru. Ve skutečnosti ti, kteří se podílejí na financování kola C, již nejsou start-upy. Z velké části se jedná o úspěšné společnosti, se solidními příjmy a vysokou poptávkou na trhu.

Účelem získání finančních prostředků v tomto kole je zvýšení klientské základny, zvýšení podílu na trhu (i prostřednictvím akvizice konkurence) a vstup na nové trhy, přilákání talentovaných zaměstnanců, provádění výzkumu a vývoje a rozšíření produktové řady.

U některých úspěšných start-upů bude financování z kola C použito k postupu a přípravě společnosti na proces IPO, některé společnosti však mohou přejít na kola financování série D, E. Počet kol financování, kterých se může start-up zúčastnit není omezen. Někdy společnosti přilákávají investice kol D nebo E, protože potřebují další kapitálový příliv k expanzi a přípravě na IPO, nebo start-up nesplnil všechny své cíle kola C.

Toto kolo financování je zajímavé tím, že se objevují nové typy investorů. Na rozdíl od předchozích fází financování, kde byli hlavními hráči venture kapitalisté a andělské investoři, zde se k nim přidávají velké finanční instituce, jako jsou investiční banky a hedgeové fondy. Jejich účast v tomto kole lze vysvětlit nižším rizikem spojeným s investicí, protože společnost funguje již delší dobu a je relativně úspěšná.

Stejně jako u předchozích kol A a B je financování primárně založeno na získávání kapitálu prodejem prioritních akcií (alternativou pro společnosti jsou půjčky a jiné formy dluhového kapitálu). Průměrná výše investic přijatých v tomto kole je 20-250 milionů dolarů.

6) *Initial Public Offering (IPO)*

Americká komise pro cenné papíry a burzy definuje IPO jako primární veřejnou nabídku, kdy společnost poprvé prodává své akcie veřejnosti, jinými slovy jsou akcie společnosti kotovány a obchodovány na veřejné burze cenných papírů. Od okamžiku, kdy společnost vstoupí na burzu – všichni soukromí investoři, hedgeové fondy, banky, investoři rizikového kapitálu mohou investovat do společnosti prostřednictvím procesu nákupu akcií, zakladatelé start-upů a první investoři a akcionáři mohou prodat své podíly, aby získali větší návratnost investic. Pokaždé, když jsou během IPO vydány nové akcie, jsou akcie držené současnými investory mírně zředěny, pokud neexistuje dohoda proti ředění na ochranu před ztrátou hodnoty akcií.

Proces vstupu na burzu je extrémně složitý a zabere značné množství času. Na základě statistik založených na analýze start-upů, které se dostaly do fáze IPO, je doba, kterou start-up vstoupil na burzu, v závislosti na odvětví od 2

do 14 let. Kromě dlouhého časového rámce zahrnuje vstup na burzu také značné účetní, právní a marketingové náklady a přípravu, ale umožňuje akcionářům získat likviditu a často umožňuje společnosti získat další kapitál pro další růst. V ideálním případě IPO pomáhá společnostem zvýšit viditelnost, pověst a celkovou tržní hodnotu, ale někdy IPO dopadne špatně a celková hodnota společnosti klesne.

Je třeba poznamenat, že rozdělení do kol může být odlišné, protože neexistuje jediná obecně uznávaná klasifikace.

Pokaždé, když start-up získá kolo financování, provede se přecenění společnosti, které určí celkovou hodnotu společnosti. U většiny úspěšných start-upů každé kolo financování přidává na celkové hodnotě společnosti, zvyšuje celkový počet zaměstnanců a snižuje riziko spojené s investováním do společnosti. Většina start-upů zpravidla nedosáhne fáze IPO nebo úspěšně neprodá svou společnost konkurentům, a proto je pro investory tak důležité správně posoudit hodnotu start-upů v každé fázi životního cyklu, zejména v každém kole financování.

1.2 Valuační a finančně-analytické metody valuace start-upů

Zpravidla valuace start-upů je nutné při získávání kapitálu (včetně přecenění podílu investorů na vlastnictví), po kole financování, půjčování proti zajištění podílu společnosti, odchodu investorů ze start-upů nebo prodeji společnosti. Při valuaci start-upů není základním bodem posouzení aktuální finanční situace projektu, ale posouzení jeho budoucí hodnoty s přihlédnutím k rizikům rozvoje projektu.

Nejběžnější metody valuace tradičních společností zakládají své výpočty na tvorbě peněžních toků, růstu zisků, kapitálové struktury, srovnatelné analýze firmy/obchodu a dalších finančních metrikách, které lze předvídat. Jak však bylo uvedeno výše, odhadování hodnoty start-upů je spojeno s řadou obtíží kvůli nedostatku finančních údajů, hmotných aktiv, vysoké nejistotě a přítomnosti jedinečných obchodních modelů, což je extrémně obtížné najít srovnatelné společnosti. V tomto ohledu tradiční metody valuace firem (nákladový přístup, výnosový přístup a tržní přístup) u začínajících firem nefungují. Stojí za zmínku, že toto tvrzení je relevantnější pro start-upy v rané fázi jejich rozvoje, zatímco některé tradiční metody oceňování, jako je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), lze použít k posouzení hodnoty start-upů ve fázi jeho zralosti. V souladu s tím by

výběr metod hodnocení pro start-upy měl zohledňovat charakteristiky start-upů, včetně těch v rané fázi jejich životního cyklu.

Existuje velké množství dostupných metod pro hodnocení start-upů, v rámci této studie byly vybrány nejrelevantnější tradiční i alternativní metody pro hodnocení nákladů start-upů.

1.2.1 Berkusova metoda (The Berkus method)

Aplikace Berkusové metody zahrnuje určení potenciální hodnoty začínajícího podnikatelského nápadu přiřazením finančních odhadů ke každému z pěti hlavních prvků rizika, kterému mladé společnosti čelí: platnost nápadu, prototyp, tým managementu kvality, strategické vztahy a implementace produktu nebo prodej. Sám autor metody, známý investor, David Berkus, svou metodiku definuje jako přístup k hodnocení start-upů v rané fázi, jako výchozí bod pro stanovení hodnoty, nikoli na základě finančních prognóz zakladatelů start-upů. Zároveň je třeba poznamenat, že autor trvá na tom, že jakmile společnost dosáhne zisku, je aplikace této metody nevhodná.

Každému prvku rizikové oblasti musí být přiřazena finanční hodnota mezi 0 a 0,5 miliony USD. Sečtením všech prvků můžete určit hodnotu společnosti, jejíž maximální ocenění může být \$2,5 milionu (viz Tab. 2).

Tab. 2 Matice hodnocení klíčových rizikových faktorů

Klíčové rizikové faktory	Zvýšení hodnoty firmy
Nápad (základní hodnota)	\$0 – \$500,000
Prototyp (snížení technologického rizika)	\$0 – \$500,000
Tým řízení kvality (snížení rizika vykonání)	\$0 – \$500,000
Strategické vztahy (snížení tržního rizika)	\$0 – \$500,000
Stávající zákazníci / prodej (snížení výrobních rizik)	\$0 – \$500,000

Zdroj: (Berkus, 2011)

Každému faktoru rizikové oblasti musí být přiřazena finanční hodnota mezi 0 a 0,5 miliony USD. Sečtením všech prvků můžete určit hodnotu společnosti.

Hlavní výhody metody:

- Snadné použití,

- Použitelné pro začínající start-upy, včetně těch bez finanční výkonnosti.

Hlavní nevýhody metody:

- Omezený soubor hodnotících faktorů,
- Subjektivita metody hodnocení.

1.2.2 Metoda založená na principu součtu rizikových faktorů (Risk factor summation method)

Metoda založená na principu součtu rizikových faktorů (dále jen RFSM) pro hodnocení start-upů byla vyvinuta Ohio TechAngels. Tato metoda je hrubým odhadem hodnoty start-upů na základě srovnání společnosti, kterou si vážíte, s jinými start-upy z hlediska toho, zda máte vyšší nebo nižší riziko.

Metodika ocenění předpokládá použití základní hodnoty srovnatelného start-upů, upravené o 12 rizikových faktorů. Ve srovnání s metodami Scorecard a Berkus, RFSM zvažuje více faktorů pro posouzení hodnoty start-upů.

Algoritmus pro použití metody hodnocení:

- 1) Stanovení průměrné pre-money valuace srovnatelných start-upů působících v podobném odvětví a regionu.

Za tímto účelem investoři využívají aktuální průmyslová data a tržní informace, včetně různých odborných zpráv vydávaných investorskými asociacemi, jako Angel Capital Association, Crunchbase, CB Insights, Pitchbook.

- 2) Zvážení a posouzení rizikových faktorů spojených se start-upem a jeho odvětvím.

Tato metoda hodnocení bere v úvahu následující rizikové faktory:

- Riziko řízení,
- Fáze podnikání,
- Politické riziko,
- Riziko dodavatelského řetězce nebo výroby,
- Prodejní a marketingové riziko,
- Riziko navýšení kapitálu,
- Riziko hospodářské soutěže,

- Riziko technologie,
- Riziko soudních sporů,
- Mezinárodní riziko,
- Riziko pověsti,
- Exit value risk.

3) Přiřazení ratingu rizikovým faktorům. V této fázi je každému z rizikových faktorů přiřazen odpovídající rating. Váha každého rizikového faktoru by se měla lišit v závislosti na důležitosti konkrétního faktoru pro start-up.

Následující tabulka shrnuje oceňovací parametry, jejich význam a úpravu, která by měla být aplikována na průměrné pre-money valuace srovnatelných start-upů (viz Tab. 3):

Tab. 3 Škála bodování

Rating	Odůvodnění rizika	Úprava pre-investiční hodnocení
+2	Extrémně pozitivní zmírnění	Přidat \$ 500,000
+1	Pozitivní zmírnění	Přidat \$ 250,000
0	Neutrální	-
-1	Negativní zmírnění	Minus \$ 250,000
-2	Extrémně negativní zmírnění	Minus \$ 500,000

Zdroj: (Rose, 2014)

4) Pro získání konečné valuaci studované společnosti je průměrné pre-money valuace srovnatelných start-upů upraveno o částku získanou po seřazení důležitosti kritérií rizika (až o 250 000 USD za každé +1 (+ 500 000 USD za +2) a záporně o 250 000 USD za každou -1 (- 500 000 USD za -2)).

Hlavní výhody metody:

- Bere v úvahu širokou škálu faktorů, včetně regionálního faktoru,
- Použitelné pro začínající start-upy, včetně těch bez finanční výkonnosti.

Hlavní nevýhody metody:

- Obtížný výběr srovnatelných společností,
- Relativní subjektivita metody hodnocení.

1.2.3 Metoda založená na principu bodování (Scorecard method)

Tato valuační metoda byla vyvinuta investorem Billem Paynem, je známá také jako Bill Payne Method nebo Benchmark Method a je nejvíce použitelná pro oceňování start-upů před příjmem (nebo s minimálním příjmem).

Podstatou této metody je porovnat cílovou společnost s jinými podobnými společnostmi v oboru a následně upravit výsledné průměrné ocenění cílové společnosti na základě určitých srovnávacích faktorů.

Bill Payne identifikoval následující srovnávací faktory, seřazené podle stupně jejich vlivu na hodnotu společnosti (metoda umožňuje investorům nezávisle upravit procentuální váhy pro každý faktor v závislosti na charakteristikách odvětví nebo společnosti) (viz Tab. 4) :

Tab. 4 Matice hodnocení faktorů

Srovnávací faktor	Rozsah
Síla manažerského týmu	0 – 30%
Velikost příležitosti	0 – 25%
Produkt / Technologie	0 – 15%
Konkurenční prostředí	0 – 10%
Marketingové / Prodejní kanály / Partnerství	0 – 10%
Potřeba dodatečných investic	0 – 5%
Ostatní	0 – 5%

Zdroj: (Rose, 2014)

Algoritmus pro použití metody valuace:

- 1) Stanovení průměrné pre-money valuace podobných start-upů před generováním příjmů v regionu zkoumaného start-upů.
Pro získání průměrné investiční hodnoty start-upů se používají údaje o hodnotě společností ve stejném odvětví podnikání a regionu jako cílová společnost.
- 2) Stanovení významnosti kvalitativních srovnávacích faktorů přiřazením procentuálních vah pomocí navržené hodnotící tabulky (viz Příloha 1) .

Tato tabulka je seznam otázek a faktorů, které je třeba vzít v úvahu při posuzování hodnoty start-upů, a je navržena tak, aby pomohla investorovi rozhodnout se o významu určitých faktorů pro posouzení.

V rámci každého hlavního faktoru bylo vlivu každého problému přiřazeno hodnocení v rozmezí od +++ (velmi pozitivní) po - - - (velmi negativní), aby investor mohl určit celkové vážené hodnocení.

- 3) Porovnání cílové společnosti se srovnatelnými start-upy v regionu pro každý ze srovnávacích faktorů.

V této fázi je nutné vyhodnotit přibližný poměr hodnoty cílové společnosti pro každý z faktorů ve srovnání s podobnými start-upy.

Výsledné poměry nákladů pro každé z kritérií se vynásobí procentní váhou každého z faktorů, aby se vypočítal faktor úpravy nákladů. Investor tak může upravit průměrnou předběžnou peněžní hodnotu odvětví tak, aby odrážela charakteristiky cílového start-upů.

- 4) Výpočet pre-money valuace cílové společnosti.

Pro stanovení pre-money valuace cílové společnosti se průměrné pre-money valuací podobných start-upů vynásobí korekčním faktorem.

Hlavní výhody metody:

- Bere v úvahu širokou škálu faktorů, včetně regionálního faktoru,
- Použitelné pro začínající start-upy, včetně těch bez finanční výkonnosti.

Hlavní nevýhody metody:

- Obtížný výběr srovnatelných společností,
- Relativní subjektivita metody valuace.

1.2.4 Metoda srovnatelných transakcí (Comparable transactions method)

Metoda srovnatelných transakcí je metodikou tržní (relativní) valuace a je založena na stanovení aktuální hodnoty podniku pomocí srovnání s hodnotou jiných srovnatelných podniků v odvětví na trhu.

Ke stanovení srovnatelných transakcí se používají dříve dokončené fúze a akvizice (M&A), ceny zaplacené za podobné podniky při nabytí kontrolního podílu, EBITDA atd.

Pro korekci rozdílů mezi srovnatelnými a uvažovanými aktivy se používá jedna nebo více valuačních metrik (kvantifikační opatření používaná investory k hodnocení, porovnání a sledování výkonnosti nebo produkce):

- Poměr ceny a zisku – cena, kterou je trh ochoten dnes zaplatit za akcii na základě jejích minulých nebo předpokládaných zisků.
- Poměr ceny a účetní hodnoty – ukazuje, jak nadhodnocená nebo podhodnocená je cena akcií společnosti na trhu.
- Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu – měřítko používané k určení, jak společnost financuje svá aktiva.
- Volný peněžní tok – ukazuje, jak efektivně společnost generuje finanční prostředky.
- Poměr ceny akcií k zisku (PEG ratio) – slouží k určení hodnoty akcií s přihlédnutím k očekávanému růstu zisků společnosti.

Algoritmus pro použití metody valuace:

- 1) Vyhledávání relevantní transakce.
Výběr (5 - 10) srovnatelných společností je proveden podle geografické polohy, odvětví a finanční velikosti společnosti.
- 2) Definice ukazatelů a multiplikátorů pro srovnatelné společnosti.
Na základě vybraných metrik se vypočítá průměrná hodnota nebo vybraný rozsah odhadovaných multiplikátorů.
- 3) Aplikace valuačních multiplikátorů na danou společnost.
Výsledné valuační multiplikátory pro minulé transakce lze aplikovat na finanční výkonnost dané společnosti pro stanovení reálné hodnoty společnosti.

Hlavní výhody metody:

- Relativně snadné použití,
- Veřejná dostupnost dat pro hodnocení,
- Nezávisí na subjektivních předpovědích,

Hlavní nevýhody metody:

- Nebere v úvahu všechny faktory, které určují rozdíly ve valuaci, jako je tempo růstu, manažerský tým, kapitálová struktura atd.

- Relativní subjektivita metody valuace,
- Obtížný výběr srovnatelných společností.

1.2.5 Venture Capital method

Zakladatelem Venture Capital metody (dál je VC) je profesor obchodní administrativy Harvard Business School Bill Salman. Jeho metoda byla publikována již v roce 1987 v případové studii a byla jím modifikována v roce 2017.

Podstata metody spočívá v investování rizikového kapitálu do start-upů, získáním podílu jeho akcií, s přihlédnutím k získání očekávané míry návratnosti po odchodu investora ze společnosti (do dalšího kola financování, v případě likvidace, počáteční veřejné nabídky akcií (IPO) atd.).

Podle této metody je návratnost investic definována jako poměr konečné hodnoty (Terminal Value) k Post-money ocenění (Post-money Valuation). Metoda VC bere v úvahu tuto očekávanou míru návratnosti a používá vhodný investiční horizont k diskontování budoucí hodnoty. K tomu se používá úroková sazba odpovídající očekávanému výnosu. V závislosti na hodnocení rizika investora a fázi vývoje společnosti se očekávaná míra návratnosti pohybuje od 20% do 100%.

Konečnou hodnotou je odhadovaná prodejní cena společnosti v určitém okamžiku v budoucnosti (ve většině případů za 5 až 10 let). Konečná hodnota může být stanovena na základě očekávaných příjmů firmy v roce předpokládaného prodeje, nebo může být vypočtena pomocí údajů z statistických dat odvětví s ohledem na úroveň příjmů srovnatelných společností (obvykle se používá multiplikátor P/E).

Konečné náklady lze určit následujícími způsoby:

- Konečná hodnota (Terminal Value) = Čistý zisk * P/E multiplikátor
- Konečná hodnota (Terminal Value) = $(FCF * (1+g))/(r - g)$, kde:
FCF - free cash flow společnosti v posledním předpokládaném roce;
g - tempo růstu po posledním předpokládaném roce;
r - diskontní míra.

Algoritmus pro použití metody:

- 1) Stanovení konečné hodnoty společnosti.

- 2) Stanovení očekávané míry návratnosti investic v závislosti na stupni rizika a vývojovém stadiu start-upů.
- 3) Diskontování budoucí hodnoty, s použitím očekávané míry návratnosti, pro výpočet současné hodnoty společnosti v době investice Post-money ocenění.
- 4) Stanovení pre-money valuace společnosti. K určení pre-money valuací společnosti je nutné odečíst částku investice z post-money ocenění.
- 5) Výpočet požadovaného procenta vlastnictví podílu společnosti.

Požadované procento vlastnictví k dosažení očekávané míry návratnosti je částka, kterou musí investor rizikového kapitálu investovat, dělená diskontovanou budoucí hodnotou společnosti.

Hlavní výhody metody:

- Bere v úvahu širokou škálu faktorů, včetně regionálního faktoru,
- Použitelné pro začínající start-upy, včetně těch bez finanční výkonnosti.

Hlavní nevýhody metody:

- Obtížný výběr srovnatelných společností,
- Relativní subjektivita metody valuace.

1.2.6 Metoda DCF

Model diskontovaných peněžních toků (dál je DCF) je typ finančního modelu, který odhaduje hodnotu společnosti předpovídáním jejích volných peněžních toků a diskontováním na základě vážené průměrné hodnotě kapitálu (dál je WACC). Jinými slovy, DCF nahlíží na hodnotu společnosti jako na součet jejích budoucích peněžních toků diskontovaných na dnešní hodnotu peněz prostřednictvím diskontní sazby. Diskontní sazba zároveň vystoupí jako výnos požadovaný investorem z investice do společnosti s přihlédnutím k různým rizikům.

Tato metoda patří k tradičním metodám valuace podniku a předpokládá, že podnik má finanční historii, stabilní podnikání s perspektivou do budoucna. V tomto ohledu je aplikace této metody použitelná pouze pro start-upy, které jsou v pozdější fázi životního cyklu. Vzhledem k tomu, že investora zajímá nejen schopnost společnosti generovat stabilní cash flow, ale také vytvářet hodnotu pro akcionáře, měl by

provádět valuace společnosti na základě volného cash flow do vlastního kapitálu (FCFE), který již zohledňuje platby věřitelům.

Aby bylo možné provést valuaci pomocí metody DCF, je nutné určit tempo růstu (procento a počet let růstu), volné peněžní toky (FCF) dostupné během tohoto období tempa růstu a náklady na kapitál.

Algoritmus pro použití metody:

- 1) Prognóza volných peněžních toků společnosti. V souladu s prognózovaným obdobím se provádí posouzení budoucích volných peněžních toků s přihlédnutím k finanční výkonnosti, rizikům, externím tržním faktorům, povaze společnosti atd. nejčastěji je období prognózy od 5 do 10 let.
- 2) Stanovení diskontní sazby. Pro účely valuace investoři obvykle používají vážené průměrné náklady kapitálu (WACC), protože představují požadovanou míru návratnosti, kterou investoři očekávají od investice do společnosti.
- 3) Pro provedení valuaci podniku v běžném období se používají peněžní toky a diskontní sazbu.

Hlavní výhody metody:

- Nevyžaduje srovnatelnou analýzu
- Bere v úvahu faktory související s růstem výnosů, ziskovostí, volnými peněžními toky atd., což umožňuje spolehlivější valuaci

Hlavní nevýhody metody:

- Nebere v úvahu relativní valuaci konkurentů
- Obtížnost valuace
- Citlivost modelu valuace v případě změn ve výchozích datech

1.3 Porovnání různých valuačních a finančně-analytických metod vhodných pro použití v různých fázích životního cyklu start-upů

Valuace start-upů je složitý a časově náročný proces, který vyžaduje pochopení jedinečných vlastností a výzev, kterým start-upy čelí v různých fázích svého životního cyklu. Výběr metody valuace přímo závisí na fázi zralosti start-upů. Od

nejranějších fází vývoje, kdy mají start-upy malou nebo žádnou ziskovost, až po pozdější fáze, kdy generují značné výnosy, vyžaduje oceňování start-upů detailní přístup, který bere v úvahu specifické výzvy, kterým start-upy čelí v každé fázi svého rozvoje.

V předchozí podkapitole byly zvažovány metody odhadu nákladů na start-upy, které se v praxi nejčastěji používají a slouží k hodnocení start-upů v různých fázích jeho životního cyklu. Většina investorů preferuje při valuaci start-upů různé kombinace metod. Porovnání vybraných valuačních a finančně-analytických metod pro jejich použitelnost při oceňování start-upů v různých fázích životního cyklu ukazuje obrázek 2.

Charakteristiky start-upů	Raná fáze (Early stage)	Fáze expanze (Grow stage)	Pozdní fáze (Later stage)
Cash Flows	✗	Chybí nebo negativní	Stabilní
Produkt splňuje očekávání trhu	✗	✓	✓
Existence finanční historie	✗	Chybí nebo omezená	✓

Metody valuace start-upů

Berkus method	
Risk factor summation method	
Scorecard valuation method	
	Venture Capital method
	Comparable transaction method
	DCF

Zdroj: Vlastní zpracování

Obr. 2 Aplikace valuačních method start-upů podle fáze životního cyklu

Pro start-upy v rané fázi jejich životního cyklu jsou nevhodnější metody, které nejsou založeny na kvantitativních ukazatelích činnosti společnosti, ale zároveň nabízejí alternativní přístupy k hodnocení založené na analýze charakteristik a potenciálních rizik start-upů: Berkusova metoda, RFSM a Scorecard. Každá z metod má při posuzování relativní subjektivitu, ve větší míře je to dáno jak zvláštností vlastností start-upů v rané fázi, tak zvláštností metod. Navzdory skutečnosti, že Metoda Scorecard a RFSM mají společný přístup, RFSM umožňuje velmi spravedlivě ohodnotit start-up s přihlédnutím k více faktorům, které ovlivňují hodnotu společnosti. Hlavní nevýhodou Scorecard Method a RFSM je obtížnost

výběru srovnatelných start-upů v oboru, přičemž tyto metody analyzují širší rozsah charakteristik start-upů než Berkusova metoda. Výhodou Berkusovy metody je její snazší použití než jiné metody, ale tento přístup valuace se používá pouze do doby, než start-up vygeneruje příjem. Vzhledem k tomu, že každá z metod použitelných pro valuaci start-upů v rané fázi má řadu výhod a nevýhod, nelze žádnou zvyraznit. Nejlepším řešením, jak získat spravedlivý odhad pro start-up, který je v rané fázi svého životního cyklu, je použít kombinaci metod.

Při hodnocení start-upů ve fázi expanze, která se vyznačuje uvedením produktu/služby do souladu s požadavky trhu, optimalizací obchodního modelu, vytvářením a rozšiřováním prodejních kanálů, mají některé start-upy již cash flow (ve většině případů negativní). Nejčastěji používanou metodou hodnocení pro investory v této fázi je metoda VC, což je dáno i tím, že hlavními investory v této fázi jsou venture investoři a fondy. Ačkoli lze v této fázi použít i metodu ocenění DCF a metodu srovnatelných transakcí, jejich použití je nejčastěji omezeno kvůli nedostatku pozitivních peněžních toků nebo extrémní obtížnosti výběru srovnatelných společností, v podmínkách omezených dat a jedinečnosti start-upů. Start-upy, které dosáhly fáze zralosti, mají rozpoznatelný produkt, distribuční kanály, stabilní pozici na trhu a také dostatek finančních dat pro analýzu. Nejvhodnějšími metodami pro hodnocení start-upů v této fázi jsou metoda DCF a metoda srovnatelných transakcí. V rámci této studie bylo zaměřeno na valuace start-upů v rané fázi a fáze expanze.

2 Případová studie – aplikace valuačních a finančně-analytických metod na příkladu vybraného start-upů

V této kapitole byla provedena komplexní analýza činností Snowflake, včetně popisů charakteristik start-upů, v každé fázi životního cyklu. V souladu s charakteristikami start-upů byla provedená valuace v rané fázi a fázi expanze.

2.1 Charakteristika start-upů Snowflake Computing Inc.

2.1.1 Stav společnosti Snowflake Computing Inc. v současné době

Dnes je Snowflake Computing Inc., dále v textu Snowflake, je společnost, která zákazníkům poskytuje možnost konsolidovat data do jediného zdroje (platforma cloudového úložiště) pro business intelligence, vytváření datově řízených aplikací a sdílení dat. Společnost sídlí v USA ve městě Bozeman, Montana.

Většina tržeb společnosti v roce 2021 připadá na Spojené státy, ale společnost poskytuje své služby také ve Francii, Německu, Švédsku, Španělsku, Švýcarsku, Polsku, Spojeném království, Nizozemsku, Austrálii, Singapuru, Japonsku, Indii a v New Yorku. Zélandu.

Hlavními směry podnikání společnosti jsou B2B prodej firemním klientům přístupu ke cloudové platformě a poskytování odborných a konzultačních služeb. Obchodní model společnosti je navržen tak, že místo účtování měsíčně nebo ročně Snowflake fakturuje zákazníkům na základě toho, jak často platformu využívají.

Trhy, na kterých společnost působí, se vyznačují vysokou konkurencí a rychlým rozvojem. Konkurenty Snowflake jsou Amazon Web Services (Amazon), Microsoft Azure (Microsoft) a Google Cloud Platform (Alphabet).

Dnes je Snowflake společností s tržní kapitalizací přibližně \$49 mil. se zavedenou klientskou základnou více než 5900 pravidelných předplatitelů. Za celý fiskální rok 2022 společnost vykázala tržby \$1,219 mil. dolarů. Je to jedna z nejrychleji rostoucích softwarových společností, které vstupují na burzu.

2.1.2 Obchodní model společnosti

Společnost používá obchodní model, kde poskytovatel služeb poskytuje softwarové prostředky potřebné k ukládání a správě dat a zákazník poskytuje data a platí za spravované služby. Poskytovatel je odpovědný za nastavení služby a odpovídá za

bezpečnost dat, správné fungování softwaru a vydávání aktualizací. Technická podpora služby řeší případné problémy a často poskytuje uživatelům materiály, které učí, jak s řešením pracovat.

Na rozdíl od konkurentů, kteří poskytují fixní předplatné softwaru pro nepřetržitý přístup ke cloudovým aplikacím, model Snowflake nabízí možnost platit za aplikaci pouze při použití.

To umožňuje podnikatelům platit za software (krátkodobě) méně, protože na drahé softwarové produkty není nutné kupovat licenci, ale stačí si jej za menší částku pronajmout. Pokud tento model umožňuje podnikateli optimalizovat náklady, pak pomáhá vývojářům efektivně se vypořádat s nelicencovaným používáním softwaru. Funkce výměny zároveň umožňuje organizacím rychlou výměnu spravovaných a chráněných dat v reálném čase.

Snowflake se specializuje na práci s korporátními klienty a jako svůj prodejní model využívá obchodování B2B (business-to-business). Týmů přímého prodeje jsou organizovány v regionech obsluhovaných Snowflake s cílem přilákat nové zákazníky a udržet a motivovat stávající zákazníky k častějšímu používání cloudové platformy. Kromě toho společnost využívá partnerskou síť, která zahrnuje systémové integrátory, obchodní a technologické partnery k vyhledání a rozšíření zákaznické základny.

Dynamiku změn v zákaznické základně společnosti ukazuje tabulka 5:

Tab. 5 Změna zákaznické báze Snowflake 2015-2022

Rok	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Počet klientů	≈ 80	≈ 100	≈ 1000	≈ 1400	1 547	3 117	4 139	5 944

Zdroj: (SEC a Techcrunch, 2015-2022)

Příjmy, které Snowflake dostává, spadají do dvou kategorií:

- Prodej přístupu ke cloudové datové platformě klientům.

Tato kategorie příjmů z produktu je tvořena 3 službami: výpočetní zdroje, úložiště a zdroje přenosu dat. Tento obor podnikání společnosti přináší více než 95% ročních příjmů.

- Poskytování odborných a poradenských služeb.

Tato kategorie zahrnuje konzultační a technické služby, školení o používání platformy atd. Můžeme říci, že společnost vytvořila tento obor podnikání, aby organizovala zákaznický servis, udržela stávající zákazníky a přitahovala nové.

2.1.3 Charakteristika produktu společnosti

Platforma datového úložiště Snowflake je založena na technologii softwaru jako služba (Software-as-a-Service, dal je SaaS) postavené na Amazon Web Services, Microsoft Azure a cloudové infrastruktuře Google.

Hlavní výhodou technologie SaaS je, že tento model vám umožňuje soustředit se na práci, aniž byste byli rozptylováni problémy souvisejícími se softwarem. V případě tradičního softwaru musíte problémy vyřešit sami nebo pozvat správce systému. Aktualizace je třeba zakoupit na nový disk, přeinstalovat, řešit problémy s nastavením atd.

Technologie SaaS je jiná. Poskytovatel je odpovědný za nastavení služby a odpovídá za bezpečnost dat, správné fungování softwaru a vydávání aktualizací. Technická podpora služby řeší případné problémy a často poskytuje uživatelům materiály, které učí, jak s řešením pracovat.

Produkt poskytovaný společností Snowflake se od svých nejbližších konkurentů odlišuje vlastní architekturou a možností výměny dat. Inovativní architektura, která spojuje všechny uživatele, všechna data a všechna pracovní zatížení v jednom datovém úložišti. Poskytuje výkon úložiště dat, flexibilitu platformou velkých dat a elasticitu cloudu. Architektura Snowflake navíc umožňuje nezávislé škálování a využití databázového úložiště a výpočetních zdrojů, takže je zákazníci mohou platit samostatně.

Mezi klíčové prvky platformy patří:

- Různé typy dat,

Platforma kombinuje a optimalizuje různé typy nespojitých informací jako společnou datovou sadu bez obětování výkonu nebo flexibility.

- Škálovatelnost objemů dat,

Platforma využívá škálovatelnost a výkon veřejného cloudu k podpoře rostoucích datových sad bez obětování výkonu.

- Široké možnosti použití,

Platforma dynamicky zpřístupňuje výpočetní prostředky, aby vyhovovaly potřebám co největšího počtu uživatelů a případů použití.

- Optimální poměr ceny a kvality,

Platforma využívá pokročilé optimalizace pro efektivní přístup pouze k datům potřebným k dosažení požadovaných výsledků. Poskytuje rychlost bez nutnosti konfigurace nebo nákladů na ruční organizaci dat před použitím.

- Dodáváno jako služba bez režijních nákladů.

Platforma je poskytována jako služba, která eliminuje náklady, čas a zdroje spojené se správou základní infrastruktury. Platforma poskytuje podnikovým zákazníkům širokou škálu možností využití platformy, což jim umožňuje řešit nejdůležitější obchodní problémy zákazníků, včetně vývoje, zpracování, ukládání a sdílení dat.

2.1.4 Finanční ukazatele společnosti

Vzhledem k tomu, že Snowflake neměla před IPO povinnost zveřejňovat své účetní závěrky, jsou v otevřených zdrojích informací k dispozici pouze finanční ukazatele za roky 2020-2022. Uvažujme a analyzujme některé finanční ukazatele úspěšnosti firmy (viz Tab. 6).

Tab. 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$

№		2020	2021	2022
1	Tržby	265	592	1 219
1.1	Tržby z prodeje produktu	252	554	1 140
1.2	Tržby z poskytování odborných a poradenských služeb	13	38	79
2	Náklady na výnosy	117	243	458
3	Hrubý zisk	148	349	761
4	Provozní náklady	506	893	1 476
5	Provozní zisk/ztráta	- 358	- 544	- 715
6	Výnosové úroky	12	8	9

№		2020	2021	2022
7	Ostatní finanční výnosy/náklady	-1	-1	29
8	Zisk před zdaněním	- 348	- 537	- 677
9	Rezerva na daň z příjmů	1	2	3
10	Daň z příjmů	-	-	-
11	Čistý zisk/ztráta	- 349	- 539	- 680
	<i>Čistá ztráta na akcii, \$</i>	<i>- 7,77</i>	<i>- 3,81</i>	<i>- 2,26</i>
	<i>Vážený průměr akcií, kus</i>	<i>44 847 442</i>	<i>141 613 196</i>	<i>300 273 227</i>

Zdroj: (SEC a CB Insights, 2020-2022)

Od roku 2020 do roku 2022 vzrostly příjmy společnosti o více než 460% na \$1,2 mil. Můžeme říci, že se jedná o jednu z nejrychleji rostoucích technologických společností zabývajících se vývojem softwaru, která vstoupila na veřejný trh. Navzdory tomu Snowflake stále funguje se ztrátou – v roce 2022 vykázala čistou ztrátu \$680 mil. Růst tržeb je tažen především slevami na udržení zákazníků, rozšiřující se zákaznickou základnou, cloudovou infrastrukturou a profesionálními službami.

Hrubá marže je přibližně 60%, což není typické pro společnosti poskytující technologii SaaS. Je to proto, že Snowflake musí platit poskytovatelům cloudu třetích stran, jako jsou AWS, GCP, Azure, aby používali jejich úložiště nebo výpočetní infrastrukturu. Nízké hrubé marže omezují ziskovost společnosti a představují pro společnost potenciální rizika. Je důležité poznamenat, že hrubý zisk v posledních 2 letech neustále roste, ze 44% v roce 2020 na 45% v roce 2021.

V roce 2022 byla klientská základna cca 6 tisíc klientů, což je více než 4139 a 3177 klientů v roce 2021, respektive 2020. Vzhledem k tomu, že trh datových úložišť rok od roku roste, a také vzhledem k rostoucí popularitě cloudového servisu společnosti, lze očekávat další růst zákaznické základny a v důsledku toho i tržeb.

Náklady na výnosy se skládají z nákladů na cloudovou infrastrukturu třetích stran a na nasazení a údržbu platformy ve veřejných cloudech, včetně souvisejících osobních nákladů, které zodpovídají za zajištění dostupnosti služeb společnosti a zabezpečení její platformy. Společnost vytváří rezervu na daň z příjmů s ohledem na očekávané daňové důsledky vykazovaných finančních výsledků podniku (viz

Tab. 7 a Tab. 8). Příležitost pro společnost přesunout své daňové náklady je z velké části způsobena zavedením programu ekonomické podpory ve Spojených státech kvůli celosvětové pandemii koronaviru.

Tab. 7 Rozvaha Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$

№		2020	2021	2022
AKTIVA				
1	Oběžná aktiva	639	4 301	4 599
1.1	Penežní prostředky	90	820	1 086
1.2	Krátkodobý finanční majetek	359	3 088	2 766
1.3	Krátkodobý pohledávky	179	294	546
1.4	Ostatní oběžná aktiva	11	99	201
2	Stálá aktiva	374	1 621	2 051
2.1	Dlouhodobý hmotný majetek	227	272	333
2.2	Dlouhodobý finanční majetek	24	1 165	1 256
2.3	Goodwill	8	8	8
2.4	Ostatní stálá aktiva	115	175	454
	AKTIVA CELKEM	1 013	5 922	6 650
PASIVA				
1	Cizí zdroje	621	985	1 601
1.1	Rezervy	329	639	1 158
1.2	Závazky z obchodního vztahu	18	20	25
1.3	Závazky k zaměstnancům	8	6	13
1.4	Jiné krátkodobé závazky	58	125	201
1.5	Dlouhodobé závazky	193	185	181
1.6	Jiné dlouhodobé závazky	14	11	22
2	Vlastní kapitál	392	4 936	5 049
	PASIVA CELKEM	1 013	5 922	6 650

Zdroj: (SEC a CB Insights, 2020-2022)

Tab. 8 Přehled o peněžních tocích Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$

No		2020	2021	2022
Provozní cash flow				
1.1	Čistý zisk/ztráta	- 349	- 539	- 680
1.2	Odpisy stálých aktiv	31	43	57
1.3	Kompenzace na základě akcií	78	301	605
1.4	Ostatní nepeněžní operace	13	42	60
1.5	Změna stavu pohledávek	- 117	- 116	- 252
1.6	Změna stavu rezerv	223	313	526
1.7	Změna stavu závazků k zaměstnancům	1	- 3	7
1.8	Jiný změny nepeněžních složek pracovního kapitál	- 58	- 87	- 214
	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	- 177	- 45	110
Investiční cash flow				
2.1	Brutto investice do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (CAPEX)	- 23	- 49	- 53
2.2	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	147	- 4 165	- 408
2.3	Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	14	177	440
	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	138	- 4 037	- 21
Finanční cash flow				
3.1	Výnosy z IPO	-	4 242	-
3.2	Ostatní dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0,4	1	- 1
3.3	Emitovaný/Zpětně odkoupený kmenový kapitál (akcií)	58	532	179
	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	57	4 775	178

Zdroj: (SEC a CB Insights, 2020-2022)

Hlavními zdroji likvidity Společnosti jsou peníze, peněžní ekvivalenty a krátkodobé a dlouhodobé investice. Investice Snowflake zahrnují vládní cenné papíry, depozitní certifikáty a cenné papíry kryté aktivy.

Největším zdrojem provozních prostředků jsou platby přijaté od zákazníků. Primárně používají hotovost z provozu k pokrytí nákladů na zaměstnance, prodej a marketing, náklady na cloudovou infrastrukturu třetích stran a režii.

2.1.5 Investiční kola společnosti

Celkem za 8 let, které uplynuly od založení start-upů, než Snowflake vstoupil na burzu, získal \$4,8 miliardy (včetně \$1,4 miliardy na cestě k IPO). Údaje o přilákání investičního kapitálu Snowflake jsou uvedeny v tabulce 9.

Tab. 9 Investiční kola společnosti Snowflake

№	Kolo investic	Datum financování	Částka, v mil. \$	Počet realizovaných akcií, kus
1	Seed	Srpen 2012	0,9	4 410 736
2	Seria A	Září 2013	5	14 240 500
3	Seria B	Říjen 2014	26	20 608 098
4	Seria C	Červen 2015	79	34 393 170
5	Seria D	Září 2017	105	29 981 998
6	Seria E	Leden 2018	263	35 446 984
7	Seria F	Říjen 2018	450	30 839 786
8	Seria G	Únor 2020	479	8 480 857
9	IPO	Září 2020	3 360	28 000 000
	Celkem	-	4 767,9	-

Zdroj: Zdroj: (SEC a CB Insights, 2020-2022)

Počáteční kapitál start-upů, získaný v prvním kole financování v únoru 2012, byl tvořen z osobních prostředků zakladatelů start-upů a také z prostředků příbuzných a přátel. Takové zdroje financování jsou nejtypičtější situací pro start-upy v pre-seed a seed kolech, protože investiční rizika a pravděpodobnost neúspěchu start-upů v těchto fázích jsou extrémně vysoké.

V srpnu 2012 investovala společnost Sutter Hill Ventures (SVH) \$5 milionů do kola série A, přičemž výkonný ředitel SVH Mike Speizer převzal Snowflake jako dočasný generální ředitel. Tento přístup umožňuje investorům rizikového kapitálu přímo se zapojit do výběru kandidátů na klíčové pozice ve společnosti a také poskytnout

finanční atraktivitu dosud neznámému start-upů na trhu s cílem zvýšit návratnost jejich investic.

K rozšíření startovacího týmu, implementaci vize datového uložení, urychlení vývoje produktů a vybudování zákaznické a partnerské sítě v kole financování Series B v roce 2014 získala společnost Snowflake finanční prostředky ve výši \$26 milionů od firem rizikového kapitálu Redpoint Ventures, Sutter Hill Ventures a Wing Ventures.

Za účelem dalšího rozšiřování a rozvoje podnikání, provádění dalšího výzkumu a vývoje, vstupu na nové trhy (Evropská unie a asijsko-pacifický region) a příprava na IPO, start-up v příštích 5 letech, získáním financování od kol C, D, E, F, G vydělaly \$1,37 miliardy.

V září 2020 uspořádala společnost Snowflake primární veřejnou nabídku (IPO) na burze v New Yorku. V první den obchodování vzrostla cena akcií společnosti o 111,6%. Uvedená cena byla \$120 za akcie. V době zahájení obchodování měly akcie hodnotu \$245 a na konci - \$253,9. Společnost dokázala na veřejném trhu prodat 28 milionů kmenových akcií společnosti, což jí přineslo zhruba \$3,4 miliardy.

2.1.6 Konkurenční prostředí

Očekává se, že globální trh pro ukládání dat jako službu bude nadále růst. Většina analytiků a odborníků se domnívá, že tento segment trhu bude nadále růst díky zavádění nových technologií pro zpracování a ukládání velkých dat, snadnému příjmu a odesílání dat, zájmu podnikatelů o snižování kapitálových a provozních nákladů atd. Podíl na trhu cloudových datových úložišť zaujímá Snowflake a její hlavní konkurenti v 1. čtvrtletí 2022 (viz Tab. 10).

Tab. 10 Rozdělení podílu na trhu ukládání dat za 1. kvartál 2022

Název společnosti	Snowflake	Amazon Web Services	Microsoft Azure	Google BigQuery	Oracle
Podíl na trhu	18%	26%	7%	17%	11%
Databáze klientů	> 8 500	> 12 000	> 3 300	> 7 900	> 5 000

Zdroj: (Slintel LLC, 2022)

Od uvedení cloudové platformy v roce 2014 do současnosti Snowflake běží na veřejné cloudové infrastruktuře poskytované Amazon Web Services (AWS), Microsoft Azure (Azure) a Google Cloud Platform (GCP). Ve skutečnosti je datové úložiště Snowflake umístěné na serverech těchto velkých cloudových poskytovatelů, což na jedné straně umožňuje Snowflake omezit kapitálové výdaje na jedné straně a přilákat více zákazníků v závislosti na jejich preferencích týkajících se pohodlí práce s jedním nebo druhým poskytovatelem.

Amazon, Google a Microsoft přitom mají produkty, které přímo konkurují tomu, co nabízí Snowflake. Redshift, BigQuery a Synapse hledají stejné zákazníky jako Snowflake, která už na tomto trhu zvyšuje konkurenci.

Dále analyzujeme některé z klíčových hráčů na trhu cloud computingu z hlediska jejich konkurenčních výhod, podílu na trhu, finanční výkonnosti a vlastností jejich produktů:

- **Amazon Web Services**

Amazon Web Service (AWS) je součástí infrastruktury společnosti Amazon, která se specializuje na rozvoj cloudového podnikání, což je cloudová platforma, která poskytuje různé služby, jako jsou: ukládání dat, pronájem virtuálních serverů, poskytování výpočetního výkonu atd. Služby úložiště jsou poskytovány prostřednictvím spravovaného úložiště a analýzy dat Amazon Redshift, které přímo konkuruje se Snowflake. Toto cloudové úložiště poskytuje škálovatelné a nákladově efektivní řešení pro ukládání dat a analýzu. Ovládá 26% trhu cloud computingu s více než 12000 aktivními uživateli, což zvyšuje jeho konkurenční výhodu oproti Snowflake a dělá z Amazon Redshift jednoho z jeho hlavních konkurentů. Tržby společnosti v roce 2021 činily \$62 miliard ve srovnání s \$45 miliardami v předchozím období, z čehož většina příjmů pochází z ukládání dat.

- **Microsoft Azure**

Microsoft Azure je jedna z cloudových platform, která kombinuje jak řešení IaaS výpočetní infrastruktury (servery, datová úložiště, sítě, operační systémy), tak sadu nástrojů a služeb usnadňujících vývoj a nasazení cloudových aplikací. Microsoft Azure umožňuje zákazníkům vyhnout se složitosti a dodatečným nákladům spojeným s výměnou stávajícího

vybavení, správou základní infrastruktury a v souladu s tím poskytovat efektivnější správu rozpočtů IT: zákazníci platí pouze za zdroje, které potřebují. Jak je vidět, cloudová platforma Microsoftu je kromě produktové konkurence konkurencí pro Snowflake i z hlediska ceny. S obecnými údaji však používání Snowflake bude stát zákazníky méně. Na trhu cloudové infrastruktury ovládá Microsoft Azure přibližně 22% podílu na trhu, zatímco podíl na trhu úložiště je pouze 7%. Klientská základna společnosti je cca 3300 klientů. Tržby za rok 2021 ze všech aktivit byly \$42 miliard (nárůst příjmů za rok 2021 byl 20%).

- **Google BigQuery**

Google BigQuery (GBC) je cloudové datové úložiště, které využívá masivní datovou infrastrukturu společnosti Google. S Google BigQuery mohou uživatelé analyzovat velká data v cloudu a rychle zpracovávat velké objemy dat. BigQuery nabízí úložiště, které je o něco levnější než úložiště Snowflake. Jako součást větší cloudové platformy Google je BigQuery hnacím motorem trvalého růstu segmentu cloudových služeb Google. BigQuery se od Snowflake liší tím, že má obrovskou tržní sílu v kombinaci s masivním tokem příjmů Google. Tržby GCP v roce 2021 dosáhly \$5,82 miliardy, což je nárůst ze \$4 miliard v roce 2021. Data Slintel ukazují, že Google BigQuery má 12,17% podíl na trhu datových úložišť a má přibližně 4330 zákazníků.

- **Oracle Corporation**

Oracle Corporation je technologická společnost specializující se na podniková IT řešení a cloud computing. Hlavní výhodou platformy Oracle Cloud Platform (Exadata Cloud Service) je její integrace s Oracle Cloud Infrastructure, největší světovou platformou cloud computingu podnikové třídy. Oracle má v současnosti přes 30000 zákazníků po celém světě. Společnost nabízí organizacím více než 80 různých cloudových řešení. Tržní kapitalizace společnosti Oracle v roce 2021 činila \$258 miliard a příjmy společnosti z prodeje cloudových služeb a licencí dosáhly \$29 miliard. Na základě přehledu klíčových konkurentů Snowflake v segmentu cloudových úložišť lze tvrdit, že Snowflake zdaleka není lídrem mezi ostatními IT společnostmi, ale flexibilita společnosti z hlediska partnerství,

technologických výhod a cenového modelu umožňuje společnosti být konkurenceneschopnou.

2.2 Charakteristika start-upů Snowflake v různých fázích životního cyklu

2.2.1 Charakteristika start-upů v rané fázi

Raná fáze životního cyklu start-upů, charakterizovaná dvěma fázemi rozvoje start-upů: Problem/Solution fit a MVP.

Charakteristika start-upů ve fázi rozvoje Problem/Solution fit

Snowflake byla založena v roce 2012 jako technologický start-up experty na ukládání dat Benoitem Dagevillem, Thierrym Cruanesem a Marcinem Zukowskim, kteří vlastní více než 120 patentů v databázové architektuře, datových úložištích, optimalizaci dotazů a paralelizaci. Zakladatelé start-upů měli v době jeho vzniku bohaté pracovní zkušenosti, vyšší technické vzdělání a také status vysoce kvalifikovaných profesionálů v oblasti cloud computingu.

Benoît Dagevill je francouzský počítačový vědec, který pracoval ve společnosti Oracle více než patnáct let, než spoluzaložil Snowflake. Thierry Cruanes je také počítačový vědec, který před vývojem Snowflake pracoval pro dvě přední společnosti zabývající se cloud computingem, IBM a Oracle. Marcin Zukowski pracoval pro několik společností, jako je Microsoft, Google, CWI, Actian Corporation atd.

Zpočátku Benoit Dageville a Thierry Cruanes přišli s nápadem vytvořit společnost, když ještě pracovali v Oracle. Nápad spočíval na vytvoření systému cloudového úložiště dat (cloudové platformy) založeného na technologii umělé inteligence, pomocí které by společnosti mohly zpracovávat a analyzovat velké množství dat. Je důležité poznamenat, že myšlenka nebyla inovativní, technologie ukládání dat existuje již mnoho desetiletí. Zakladatelé start-upů se proto při rozvíjení produktového nápadu zaměřili na software jako službu, plánovali využít přenos datových úložišť do cloudu k vývoji stávající technologie, která by byla rychlejší, lepší, jednodušší a levnější.

Výhody platformy Snowflake oproti ostatním konkurentům na trhu byly založeny na:

- Zajištění údržby cloudové platformy (aktualizace a konfigurace softwaru, zálohování dat, správa systému atd.),
- Využití cloudového systému jako platformy (zjednodušený přístup k různým interním a externím zdrojům platformy, zrychlení zpracování a výměny v rámci databází, jednoduchost použití atd.),
- Speciální cenový model společnosti, ve kterém si zákazníci nekupují termínované nebo trvalé předplatné, ale platí pouze za množství využitého virtuálního úložiště dat a za počet hodin strávených analytickými požadavky na jejich informace (tento model společnosti byl navržen tak, aby zaujal malé a střední podniky, které nemají dostatek finančních prostředků na získání drahých provozních licencí).

Zakladatelé start-upů tedy měli nápad, dobrý produktový nápad s konkurenčními výhodami, obchodní model zaměřený jak na korporátní klienty s omezenými finančními možnostmi, tak na velké hráče na trhu. Start-upový štáb v této fázi tvořilo 12 lidí, z nichž většina byli programátoři.

Na trhu datových uložišť v té době existovalo mnoho podobných produktů od společností BM, Hewlett-Packard, Teradata a Microsoft. Společnost přitom až do vývoje MVP neprováděla žádné výzkumy ani průzkumy o skutečném zájmu potenciálních zákazníků o jejich produkt. Jeden ze zakladatelů start-upů Marcin Zukowski to v rozhovoru vysvětlil zkušenostmi zakládajícího týmu, jejich chápáním trhu datových uložišť a také obtížností získávání dat od potenciálních zákazníků o abstraktním produktu.

Dalším krokem pro start-up bylo vytvoření prototypu produktu. Pro tyto účely přilákali zakladatelé start-upů v srpnu 2012 první kolo počátečního financování ve výši \$900,000. Prvními investory, jak už to, tak bývá, byli samotní zakladatelé start-upů, jejich přátelé a příbuzní.

Charakteristika start-upů ve fázi rozvoje MVP

Tato fáze rozvoje start-upů koreluje s fází finančního cyklu start-upů – Seed.

Kapitál získaný z prvního investičního kola byl použit na pronájem kanceláře, najmutí dalšího počtu programátorů a také na nákup potřebného vybavení (servery, počítače atd.).

Proces vytváření prototypu produktu začal v září 2012 a trval rok. Ve výsledku vytvořený prototyp splnil očekávání zakladatelů. Jeho potenciál byl několikanásobně rychlejší ve srovnání s jakoukoli jinou úložnou platformou té doby za stejnou cenu.

Amazon zároveň na konci roku 2012 vydal předběžnou beta verzi svého cloudového úložiště dat Redshift. Tento produkt byl přímým konkurentem budoucí cloudové platformy vytvořené týmem Snowflake. A co víc, Snowflake postavil svůj produkt na AWS výpočetních a úložných službách.

Na základě rozhovoru se zakladatelem start-upů Marcinem Zukowskim chápal manažerský tým Snowflake závažnost konkurence s Amazonem, ale počítal s výhodami své platformy z hlediska architektonických a servisních řešení, bezpečnostní politiky a ochrany osobních údajů a také z hlediska výkonu, funkčnosti a efektivnosti nákladů.

Marcin Zukowski také uvádí odhad velikosti trhu cloudových úložišť. V době, kdy vznikl prototyp produktu, se trh odhadoval na \$10 miliard. V té době nebyly služby cloudového úložiště populární. Většina společností preferovala vytvoření vlastní infrastruktury pro ukládání a zpracování dat.

Po vývoji produktu v roce 2013 začali zakladatelé start-upů hledat investory pro další rozvoj společnosti, a to přizpůsobením prototypu na úroveň produktu splňující očekávání trhu. Díky odborným zkušenostem a vazbám v oboru, společnost v září 2013 podařilo získat \$5 milionů na financování série A pod vedením Sutter Hill Ventures.

2.2.2 Charakteristika start-upů ve fázi expanze

Fáze expanze životního cyklu start-upů, charakterizovaná fází rozvoje start-upů Product/Market Fit.

Charakteristika start-upů ve fázi rozvoje Product/Market Fit

Tato fáze rozvoje start-upů koreluje s fází finančního cyklu start-upů – série A.

Mike Speiser ze společnosti Sutter Hill Ventures byl jedním z prvních investorů společnosti Snowflake a jejím prvním generálním ředitelem. Na začátku roku 2014 start-up vytvořil prodejní tým pod vedením Kena Housemana. Jedním z hlavních úkolů této start-upové struktury byl průzkum potenciálních zákazníků za účelem

zjištění jejich uživatelských preferencí, požadavků na produkty atd. Start-upový tým se rozrostl na 50 zaměstnanců.

V říjnu 2014 byla platforma cloudového úložiště Snowflake oficiálně spuštěna, ale na veřejnost se dostala až o osm měsíců později. Snowflake umístil svůj produkt jako flexibilnější a snáze spravovatelnou alternativu k tradičním místním datovým úložištím. V době uvedení na trh ve fázi beta-testování již produkt využívalo 50 organizací. Start-up využil období beta-testování k vylepšení produktu. Vylepšení se dočkala i patentovaná technologie, na které byla platforma postavena: k platformě bylo postupně přidáno víceklastrové úložiště, end-to-end šifrování a integrace s více cloudy. V tomto období neměl start-up ještě žádné příjmy.

V roce 2014 start-up změnil svého CEO na bývalého CEO Microsoftu Boba Mugliu. Takovou změnu v čele lze považovat za volbu zkušenějšího šéfa, který má kompetence ve vedení technologické společnosti, což start-upů pomůže dosáhnout nové úrovně rozvoje a kapitalizace. Následně v září 2014 firma pod jeho vedením získala dalších \$26 milionů na svůj další růst a škálování.

2.2.3 Charakteristika start-upů v pozdní fázi

Pozdní fáze životního cyklu start-upů, charakterizovaná dvěma fázemi rozvoje start-upů: Scale a Maturity.

Charakteristika start-upů ve fázi rozvoje Scale

Tato fáze rozvoje start-upů koreluje s následujícími fázemi finančního cyklu start-upů – serii B – G.

Investice kola A byla použita k rozšíření startovacího týmu potřebného k urychlení vývoje produktů, vybudování zákaznické základny, vybudování partnerského ekosystému a také za účelem realizaci konceptu obnovení dat cloudového úložiště, založeného na patentované architektuře Snowflake.

Dalším důležitým faktorem úspěchu Snowflake je její schopnost získat a udržet si zákazníky nejvyšší úrovně. Mezi první klienty start-upů patřily známé společnosti Capital One, Sainsbury's, Adobe a Lionsgate. To pomohlo společnosti nejen generovat značné příjmy, ale také získat odpovídající úroveň uznání v oboru. Od roku 2015 klientská základna společnosti neustále roste. Prvních 80 klientů v roce 2015 vzrostlo na více než 3100 před IPO společnosti Snowflake. Start-up dosáhl

svého prvního příjmu v roce 2015, nicméně vzhledem k nedostatku veřejných informací o finančních aktivitách společnosti za období 2015-2019 není možné poskytnout žádné finanční ohodnocení start-upů.

Tento růst zákaznické základny byl tažen závazkem Snowflake k neustálému škálování, pro který byli přijati noví zaměstnanci do inženýrského oddělení a obchodního oddělení, neustále zdokonalovali své produkty a rozšiřovali nabídku poskytovaných služeb. Od roku 2015 navíc Snowflake vstoupila na mezinárodní trh.

Následná kola start-upového financování (B, C, D, E, F) směřovala k dalšímu růstu společnosti, rozšiřování klientské základny, k mezinárodní expanzi datového úložiště Snowflake jako služby, dalšímu rozvoji jejích technologií, organizace nového oboru podnikání - poskytování odborných a poradenských služeb atp.

Start-up přilákal na svůj rozvoj v roce 2015 následující finanční prostředky. Po kole financování Series C, které vedl Altimeter Capital s předchozími investory Redpoint Ventures, Sutter Hill Ventures a Wing VC, získala Snowflake \$79 milionů. Společnost v letech 2017 až 2018 získala \$368 milionů v kolech financování série D a E.

V květnu 2019 byl Frank Slutman jmenován novým generálním ředitelem společnosti Snowflake. Dříve působil jako generální ředitel společnosti ServiceNow, která úspěšně vstoupila na burzu v roce založení Snowflake. Většina investorů vnímala jmenování Franka Slutmana jako touhu společnosti vstoupit na veřejný trh, což již zvýšilo zájem o tuto společnost na trhu.

Kolo série G, které společnost Snowflake obdržela v únoru 2020, použila společnost k přípravě na svou první veřejnou nabídku.

Charakteristika start-upů ve fázi rozvoje Maturity

Tato fáze rozvoje start-upů koreluje s fází finančního cyklu start-upů – IPO.

Snowflake učinil svou první veřejnou nabídku na burze NASDAQ New Jurassic Exchange v září 2020, přičemž cena byla zahájena na \$120 za akcii. Poptávka byla tak silná, že následující den akcie otevřely na \$245 za akcii a rychle vzrostly nad \$300. Na konci obchodování získala společnost \$3,4 miliardy prodejem 28 milionů akcií. Obdržené prostředky byly použity na zvýšení kapitalizace a finanční flexibility,

na pořízení dalších podniků, produktů, služeb nebo technologií a pro obecné firemní účely.

2.3 Aplikace valuačních a finančně-analytických metod na příkladu vybraného start-upů Snowflake

V této části diplomové práce byla provedená pre-money valuaci start-upů Snowflake:

- V rané fázi životního cyklu,
- V fázi expanze životního cyklu.

Účelem valuaci v těchto fázích je poskytnout podnikatelům a investorům vizuální nástroje pro rozhodování o koupi, prodeji nebo financování start-upů.

Na základě srovnání v praxi nejčastěji používaných metod valuace start-upů bylo stanoveno, že neoptimálnějším řešením pro hodnocení start-upů v rané fázi je použití kombinace Scorecard Valuation Method, Risk Factor Summation Method a Berkus metody.

Start-upy v fázi expanze lze hodnotit pomocí metody VC, DCF a metody srovnatelných transakcí, avšak vzhledem k absenci jakýchkoli finančních ukazatelů pro start-up v tomto období a také kvůli nedostatku transakčních dat z podmíněně srovnatelné společnosti, neboť pro stanovení předpeněžního ocenění ve fázi expanze bude použita pouze metoda VC.

Berkusova metoda

Aplikace Berkusovy metody zahrnuje přiřazení peněžní hodnoty podnikatelskému nápadu a klíčovými rizikovými faktory start-upů, které mohou přivést jako k úspěchu nebo ho zničit. Pojďme zhodnotit zkoumaný start-up Snowflake, přičemž jako zdroj dat o vlastnostech start-upů v každé z fází životního cyklu použijeme analýzu start-upů provedenou v podkapitole 2.2:

- Nápad,
Existence perspektivního nápadu je podle autora metody základem hodnoty projektu. Nápadem start-upů bylo vytvořit cloudový systém ukládání dat (cloudová platforma) založený na technologii umělé inteligence, pomocí které by společnosti mohly zpracovávat a analyzovat velké množství dat. Podnikatelé vzali technologii, která již na trhu existuje, a na jejím základě se

rozhodli nabízet trhu software jako službu, poskytovanou ve formátu dočasného předplatného. Při posuzování potenciálu nápadu Snowflake můžeme dojít k závěru, že podnikatelé chtěli nabídnout trhu nový, rychlejší, jednodušší a méně nákladný přístup k ukládání a zpracování velkého množství dat. Prvotní koncepce, že software lze získat jako dočasné předplatné, přitom předpokládala možnost maximální dostupnosti nejen pro velké hráče na trhu zpracování a ukládání dat, ale i pro malé firmy. Na základě analýzy potenciálu start-upového nápadu jej lze ocenit na \$0,5 mil.

- Prototyp,

Proces vytvoření prototypu cloudové platformy trval zakladatelům zhruba rok. Vytvořená cloudová platforma pro ukládání dat byla podle samotných podnikatelů několikanásobně rychlejší a levnější ve srovnání s podobným produktem od Amazonu, který byl představen o šest měsíců dříve než prototyp Snowflake. Existence hotového prototypu pomáhá snižovat technologická rizika start-upů, tento faktor lze odhadnout na \$0,5 mil.

- Kvalita manažerského týmu,

Na základě biografie zakladatelů start-upů, jejich akademických titulů, zkušeností ve velkých technologických společnostech na pozici projektových manažerů, postavení vysoce kvalifikovaných profesionálů v oblasti cloud computingu a řady dalších významných úspěchů lze tvrdit, že kvalita manažerského týmu je vysoká a lze ji odhadnout na \$0,5 mil..

- Strategické vztahy,

Start-up se vyznačuje silným manažerským týmem specialistů s významnými zkušenostmi v oblasti cloud computingu, zkušeným CEO a relativně malým týmem. Konkurence v segmentu cloudových úložišť byla v době vývoje prototypu značná, a to i přes potenciální výhody produktu Snowflake oproti konkurenci. Tento rizikový faktor je třeba odhadnout na \$0,4 mil., protože i přes relativní výhody cloudové platformy Snowflake existuje řada konkurentů, včetně velkých jako Amazon, Oracle, Google, Microsoft.

- Uvedení produktu nebo prodej,

V rámci této fáze životního cyklu start-upů podnikatelé vyvinuli prototyp produktu, ale zatím nebyl žádný prodej. Prototyp se testuje, podnikatelé se ho snaží upravit do podoby hotového produktu, který splňuje očekávání trhu.

Dá se shrnout, že Snowflake zatím nemá žádné prodejní kanály, propagace produktu na trhu nezačala.

Získané odhady klíčových rizikových oblastí je třeba sečíst, aby bylo možné získat pre-money valuace Snowflake (viz Tab. 11).

Tab. 11 Klíčové rizikové faktory star-upů Snowflake – Berkus method

Klíčové rizikové faktory	Zvýšení hodnoty firmy
Nápad (základní hodnota)	\$0,5 million
Prototyp (snížení technologického rizika)	\$0,5 million
Kvalita manažerského týmu (snížení rizika neplnění plánu)	\$0,5 million
Strategické vztahy (snížení tržního rizika)	\$0,4 million
Uvedení produktu nebo prodej (snížení výrobních rizik)	\$0 million
Pre-money valuace Snowflake	\$1,9 million

Zdroj: vlastní zpracování

Pre-money valuace Snowflake pomocí metody Berkus bylo \$1,9 milionu.

Metoda založená na principu součtu rizikových faktorů (Risk factor summation method)

Pro začátek je nutné stanovit průměrnou předběžnou peněžní hodnotu podniků před generováním příjmů v regionu a podnikatelském sektoru. Pro tyto účely byl proveden odběr dat pomocí informační báze Crunchbase. Pro účely hodnocení by měl být vybrán výběr start-upů srovnatelných se Snowflake působícími ve státě Kalifornie ve stejném období, které poskytují produkty založené na technologii SaaS a Cloud Data Services v rané fázi životního cyklu. Posuzovaný start-up, Snowflake, byl v rané fázi svého životního cyklu od roku 2012 do roku 2013. Charakteristiky zkoumaného start-upů odpovídají 4 společnostem působícím ve sledovaném období (viz Tab.12):

Tab. 12 Průměrná pre-money valuace společností v regionu – RFSM

Název firmy	Hodnota firmy
HealthCrowd	\$3,25 million
Beamm	\$2,5 million
Meetyl	\$4,8 million

Název firmy	Hodnota firmy
BindHQ	\$2,5 million
Průměrná Pre-money valuace	\$3,26 million

Zdroj: (Crunchbase, 2022)

Průměrná pre-money valuace společností v regionu a podnikatelském sektoru tedy byla \$3,26 milionu.

Dále musíte zvážit a vyhodnotit rizikové faktory spojené se start-upem a jeho odvětvím. Jako počáteční data používáme charakteristiky start-upů v této fázi, popsané dříve:

- Manažerské riziko (riziko řízení společnosti),
Start-up se vyznačuje vysoce kvalitním manažerským týmem, který má zkušenosti a relevanci v oboru – lze hodnotit jako silný pozitivní dopad + 2 (+ \$0,5 milionu).
- Životní fáze společnosti,
Start-up je v rané fázi svého životního cyklu, ve fázi přizpůsobení produktu na trh a vyznačuje se přítomností prototypu produktu, absencí prodejních a distribučních kanálů – lze hodnotit jako pozitivní dopad + 1 (+ \$0,25 milionu).
- Legislativní a politická rizika,
Legislativní a politická rizika neovlivňují start-up v odvětví – neutrální úroveň vlivu.
- Výrobní riziko,
Prototyp produktu byl vyvinut a má výhody oproti konkurenčním platformám. Vyžaduje se však přizpůsobení produktu požadavkům trhu – pozitivní dopad + 1 (+ \$0,25 milionu).
- Prodejní riziko a riziko marketing,
Start-up nemá žádné prodejní kanály a příjmy, ale má jedinečný produkt s vysokým potenciálem – pozitivní dopad + 1 (+ \$0,25 milionu).
- Riziko financování,
Vysoký produktový potenciál, významná pověst zakladatelů v odvětví cloudových úložišť – silný pozitivní dopad + 2 (+ \$0,5 milionu).
- Konkurenční riziko,

Na trhu existuje několik velkých konkurentů vyvíjejících podobná řešení pro zpracování a ukládání dat – negativní dopad – 1 (– \$0,25 milionu).

- Technologické riziko,
Společnost využívá dobře známou technologii, ale má jedinečný přístup k její implementaci – pozitivní dopad + 1 (+ \$0,25 milionu).
- Soudní riziko,
Žádné soudní spory – neutrální úroveň vlivu.
- Mezinárodní riziko,
Mezinárodní průzkum trhu nebyl proveden, start-up testuje produkt na domácím trhu – neutrální míra vlivu.
- Riziko reputace (dobrého jména),
Start-up zatím nemá na trhu dostatečnou reputaci, produkt je teprve ve fázi prototypu – neutrální úroveň vlivu.
- Potenciální lukrativní opuštění trhu.
Společnost má několik možností, jak opustit trh – pozitivní dopad + 1 (+ \$0,25 milionu).

Získané odhady kvalitativních rizikových faktorů se používají k úpravě průměrné pre-money valuace v regionu (viz Tab. 13).

Tab. 13 Hodnocení rizikových faktorů metodou RFSM

Rizikový faktor	Body	Úprava
Manažerské riziko (riziko řízení společnosti)	+2	+ \$0,5 million
Životní fáze společnosti	+1	+ \$0,25 million
Legislativní a politická rizika	0	-
Výrobní riziko	+1	+ \$0,25 million
Prodejní riziko a riziko marketingu	+1	+ \$0,25 million
Riziko financování	+2	+ \$0,5 million
Konkurenční riziko	-1	- \$0,25 million
Technologické riziko	+1	+ \$0,25 million
Soudní riziko	0	-
Mezinárodní riziko	0	-

Rizikový faktor	Body	Úprava
Riziko reputace	0	-
Potenciální lukrativní opuštění trhu	+1	+ \$0,25 million
Pre-money valuační Snowflake	-	\$5,26 million

Zdroj: vlastní zpracování

Pre-money valuační Snowflake v rané fázi životního cyklu, získaná pomocí přístupu hodnocení rizik, byla \$5,26 mil.

Scorecard method

Prvním krokem při použití této metody je stanovení průměrné pre-money valuační podniků před tvorbou příjmů v regionu a podnikatelském sektoru. Při použití údajů o průměrné hodnotě z předchozí metody vyplývá je tedy průměrná pre-money valuační společností v regionu a podnikatelském sektoru \$3,26 mil.

Dalším krokem je určení významnosti kvalitativních srovnávacích faktorů a přiřazení procentuálních vah pomocí bodovací tabulky. K tomu byly použity údaje o charakteristice Snowflake uvedené dříve.

Při hodnocení kvality podnikatelského a manažerského týmu je nutné analyzovat následující charakteristiky:

- Zkušenosti zakladatelů start-upů,
Zakladatelé start-upů mají bohaté zkušenosti a patenty v oblasti databázové architektury, datového skladu atp. V souladu s hodnotící tabulkou, kterou uvádí autor metody, síla manažerského týmu odpovídá parametru „Zkušenosti v tomto podnikatelském sektoru jsou“ – vlivu zadaného faktoru „++“.
- Ochota přenechat kontrolu ve prospěch zkušeného generálního ředitele,
Tento parametr je obtížné hodnotit, nicméně vzhledem k tomu, že žádný ze zakladatelů start-upů nebyl generálním ředitelem, můžeme usoudit, že tuto charakteristiku lze definovat jako „Ochota je“, což odpovídá „+++“ hodnocení.
- Ochota zakladatele na další školení,
Je nesmírně těžké dělat závěry o připravenosti zakladatelů na další školení. Vzhledem k tomu, že zakladatelé vlastní velké množství patentů a hlavní část jejich aktivit ve společnosti je spojena ve větší míře s technickou stránkou

podnikání, odpovídá tato charakteristika parametru „Ochota je“ - vliv specifikovaného faktoru „+++“.

- Stupeň personálního obsazení týmu.

V rané fázi svého životního cyklu tvořilo personál start-upů 12 lidí, z nichž většina byli programátoři. Zároveň byla společnost omezena ve schopnosti mít více zaměstnanců. V souladu s hodnotící tabulkou uvedenou autorem metody odpovídá míra personálního obsazení týmu parametru „Členové týmu jsou připraveni pracovat na projektu, ale mají další zaměstnání“ – vliv zadaného faktoru „+“.

Na základě analýzy charakteristik start-upů, které ovlivňují faktor „Síla manažerského týmu“, bylo nutně usoudit, že zkoumaný start-up má silný manažerský tým, jeho dopad na valuaci lze vyjádřit 120%. Ostatní faktory byly analyzovány podobně (viz Tab. 14).

Tab. 14 Hodnocení rizikových faktorů metodou Scorecard

Srovnávací faktor	Rozsah
Síla manažerského týmu	125%
Velikost příležitosti	120%
Produkt / Technologie	110%
Konkurenční prostředí	90%
Marketingové / Prodejní kanály / Partnerství	100%
Potřeba dodatečných investic	80%
Ostatní	110%

Zdroj: vlastní zpracování

V další fázi je nutné vyhodnotit přibližný poměr hodnoty cílové společnosti pro každý z faktorů ve srovnání s podobnými start-upy. Pro výpočet opravného koeficientu pro každé z kritérií bylo zvětšeno procentuální váhy hodnocení faktorů cílovou společností a trhem (viz Tab. 15).

Tab. 15 Určení významnosti kvalitativních faktorů Snowflake

Srovnávací faktor	Rozsah	Snowflake	Faktor
Síla manažerského týmu	30%	125%	0,375
Velikost příležitosti	25%	120%	0,3

Produkt / Technologie	15%	110%	0,165
Konkurenční prostředí	10%	90%	0,09
Marketingové / Prodejní kanály / Partnerství	10%	100%	0,1
Potřeba dodatečných investic	5%	80%	0,04
Ostatní	5%	110%	0,055
Opravní koeficient			1,125

Zdroj: vlastní zpracování

Vynásobením výsledného opravného koeficientu (1,125) průměrnou pre-money valuace společností před generováním výnosů v regionu a obchodním sektoru ve výši \$3,26 milionu se dostaneme k pre-money valuace společnosti Snowflake ve výši přibližně \$3,67 milionu.

Venture Capital method

Nejprve se byla určena konečná hodnota Snowflake v době očekávaného odchodu investora. Vzhledem k tomu, že hodnotíme start-up ve fázi expanze, studovaná společnost nemá finanční historii, pro stanovení odhadované prodejní ceny společnosti používáme následující přístup:

Konečná hodnota (Terminal Value) = Čistý zisk * P/E multiplikátor.

K tomu je nutné určit očekávané datum odchodu investora (bylo přijato období 5 let), určit očekávaný čistý zisk start-upů k datu odchodu a také určit P/E multiplikátor pro společnosti využívající technologii SaaS. Investor rozhodl investovat \$5 milionů do Snowflake během jeho fáze expanze v roce 2014 a plánuje ukončení za 5 let. Čistý zisk srovnatelných společností (start-upů), které působí na trhu cloudových úložišť a zpracování dat a jsou hlavními konkurenty na trhu (AWS, Azure, Oracle, Google), v roce 2019 činil přibližně \$10 milionů. Podle statistických dat odvětví je průměrný koeficient P/E pro společnosti poskytující tyto technologie 15.

Prvním krokem je stanovení odhadované konečné hodnoty Snowflake v době odchodu investora, k tomu byl násoben čistý zisk srovnatelných společností a koeficient odvětví. Odhadované konečné náklady na Snowflake v roce 2019 měly být \$150 milionů.

Dále je potřeba určit míru návratnosti investice v závislosti na míře rizika a vývojem stadiu start-upů. Pro tyto účely byly použity doporučení ohledně míry návratnosti

pro investora popsáný v podkapitolě 1.3. Podle údajů pro start-upy ve fázi expanze odpovídá 50% návratnosti investora.

Dalším krokem je diskontování konečné hodnoty společnosti na výstupu pomocí očekávané míry návratnosti. V tomto případě se post-money valuace společnosti vypočítá takto:

$$\text{Post-money valuace} = \$150 \text{ mil.} / (1+50\%)^5 = \$19,8 \text{ mil.}$$

Pro určení pre-money valuaci start-upů Snowflake, nutně odečíst částku investice od post-money valuace.

Pre-money ocěnění start-upů ve fázi expanze bylo \$14,8 milionu. Rozdělením počáteční investice ve výši 5 milionů USD na post-money valuaci \$19,8 milionu, investořem bylo získáno 25% procent vlastnictví Snowflake.

3 Celkové zhodnocení vhodnosti a vypovídací hodnoty získaných výsledků

Použití metod k valuaci start-upů může být důležitým a užitečným nástrojem pro investory, majitele firem a další zúčastněné strany z mnoha důvodů. Některé konkrétní výhody používání valuačních metod start-upů zahrnují:

- Pomoc při přijímání opodstatněných investičních rozhodnutí. Metody valuace mohou poskytnout strukturovaný a systematický přístup k odhadu hodnoty start-upů, což může být užitečné pro investory při rozhodování o tom, zda do společnosti investovat či nikoli.
- Poskytování orientačního bodu pro hodnocení výkonu. Valuací start-upů pomocí konkrétní metody můžete vytvořit benchmark, podle kterého budete měřit budoucí výkonnost společnosti. To může být užitečné jak pro investory, tak pro majitele firem, aby mohli sledovat vývoj start-upů v průběhu času.
- Identifikace oblastí pro zlepšování. Při provedení valuací start-upů pomocí konkrétní metody mohou být identifikovány oblasti pro zlepšování nebo potenciální rizika, která by mohla ovlivnit hodnotu společnosti. Tyto informace mohou být cenné pro majitele firem, kteří chtějí optimalizovat výkon svého start-upů.
- Usnadnění komunikaci. Metody valuace mohou poskytnout společnou řeč a rámec pro diskusi o hodnotě start-upů, což může být užitečné pro usnadnění komunikace mezi investory, majiteli firem a dalšími zúčastněnými stranami. Obecně platí, že celková vhodnost použití valuačních metod bude závislá na konkrétních okolnostech start-upů a cílech osoby nebo organizace používající metodu valuace. Celkem však platí, že použití metod může poskytnout cenné informace a pomoci při zdůvodnění přijetí důležitých rozhodnutí, které se týkají start-upů.

V této kapitole byla provedena analýza dat získaných z pre-money valuace Snowflake pro praktickou použitelnost metod valuace v rané fázi a fázi expanze životního cyklu start-upů. A také bylo provedeno obecné posouzení použitelnosti popsaných metod v různých fázích životního cyklu.

3.1 Analýza dat získaných z valuace Snowflake z hlediska praktické použitelnosti

V předchozí kapitole byla provedena pre-money valuace zkoumaného start-upů Snowflake v rané fázi a fázi expanze jeho životního cyklu pomocí různých metod valuace.

Valuace Snowflake v rané fázi životního cyklu byla provedena pomocí Berkusovy metody, Metody založené na principu bodování a na principu součtu rizikových faktorů. Volba těchto metod byla způsobena nemožností použití tradičních a některých alternativních metod valuace, nedostatkem tržeb, finančních dat pro zkoumaný start-up, nemožností vybrat srovnatelnou společnost a také i vysokou úrovní nejistoty.

Valuace Snowflake v fázi expanze životního cyklu byla provedená metodou VC. Využití metody DCF a metody Comparable Transaction v rámci této fáze není možné z důvodu nedostatku dat o tržbách, finančních dat, nedostatku dat o transakcích, příjmech, nákladech srovnatelných společností v rámci této fáze životního cyklu atp. Požadavky na zveřejnění pro soukromé společnosti v USA nevyžadují povinné zveřejnění finančních informací. Ve většině případů je to způsobeno neochotou sdělovat informace konkurentům. Aplikace v této fázi metod valuace, používaných pro ranou fázi je však možná, vzhledem k tomu, že tyto metody jsou omezené z kvantitativního pohledu a ve větší míře mohou zkreslovat spravedlivou valuaci start-upů.

Pro účely analýzy praktické použitelnosti popsaných metod, byly výsledky pre-money valuace Snowflake vypočtený v podkapitole 2.3 a porovnány s daty publikované v globální databázi business intelligence CB Insights (viz Tab.16). Jako příklad expertní valuace start-upů byla použita pre-money valuace CB Insights. Tato databáze tržní analytiky mimo jiné obsahuje různé informace o start-upech, které využívají různí investoři pro účely valuace a investování.

Tab. 16 Pre-money valuace Snowflake v rané fáze a fáze expanze

Pre-money valuace Snowflake	Raná fáze	Fáze expanze
Berkusova metoda	1,9	-

Pre-money valuace Snowflake	Raná fáze	Fáze expanze
Metoda založená na principu bodování	5,26	-
Metoda založená na principu součtu rizikových faktorů	3,67	-
Venture Capital metoda	-	14,8
Průměrné Pre-money valuace Snowflake, \$ mil.	2,72	14,8
Pre-money valuace tržních analytiků CB Insights, \$ mil.	4,4	14

Zdroj: vlastní zpracování/ CB Insights

Expertní valuace společnosti Snowflake v rané fázi zveřejněné tržními analytiky činilo \$4,4 milionu. Je důležité poznamenat, že žádná z metod používaných k valuaci start-upů a také průměrná pre-money valuace těchto třech metod neodpovídají expertní valuaci. Zároveň, pokud vezmeme průměrnou hodnotu metody založenou na principu bodování a metody založenou na principu součtu rizikových faktorů, pak bude pre-money valuace činit \$4,4 milionu, což odpovídá odhadu tržních analytiků CB Insights. Lze usuzovat, že valuace start-upů v rané fázi je subjektivní a do značné míry závisí na zvoleném přístupu k valuaci, volbě metody nebo určité kombinaci metod. Rozdíly ve valuaci start-upů jsou spojeny s následujícími důvody:

- Subjektivita hodnotících soudů při valuaci charakteristik start-upů.
- Vysoká míra nejistoty při posuzování kvalitativních charakteristik start-upů, včetně opodstatněnosti nápadu a obchodního modelu společnosti, souladu produktu s trhem, kvality manažerského týmu atd.
- Extrémně omezené údaje o činnosti start-upů.

Pre-money valuace Snowflake ve fázi expanze, byla provedená metodou VC, je i přes mírnou odchylku úměrná expertnímu posouzení. Metoda VC prokázala svou praktickou využitelnost při valuaci start-upů ve fázi expanze, zejména v situacích, kdy chybí data o finančních transakcích start-upů, tržbách, dat srovnatelných firem. V porovnání s metodou DCF a metodou Comparable Transaction, není její použití závislé na dostupnosti finančních dat o činnosti start-upů. Výběr srovnatelných společností je navíc extrémně časově náročný proces, který vyžaduje start-up se srovnatelným manažerským týmem (zkušenosti, vzdělání, počet zakladatelů, počet zaměstnanců), financováním (počet kol financování, výše získaného kapitálu), transakcí a patenty, působící ve stejném regionu a odvětvích. Navzdory tomu je

však nutné poznamenat jeho nedostatky, které ovlivňují spravedlivou valuaci společnosti:

- Aplikace metody předpokládá nejistotu a relativní subjektivitu při určování prognózovaného kola financování, budoucího příjmu a tržních multiplikátoru.
- Míra návratnosti požadovaná investory a použitá k diskontování budoucí hodnoty start-upů je subjektivní a založená na předpokládaném riziku daného investora.
- Extrémně omezené údaje o činnosti start-upů.

3.2 Obecné posouzení použitelnosti popsaných metod pro valuaci start-upů v různých fázích životního cyklu

Tradiční i alternativní metody mají svá omezení, pokud jde o valuaci start-upů. Kvůli velkému množství předpokladů, nejistotě budoucnosti start-upů a srovnání se společnostmi v různých fázích, je valuace velmi obtížná a subjektivní.

Valuace je také využívána jako nástroj v procesu jednání mezi investorem a podnikatelem. Pokud jsou výsledky start-upové valuace příliš nízké, pak podnikatel získá menší příjem z realizace části start-upů. Nadhodnocené výsledky valuaci start-upů s sebou nesou rizika jako pro investora, tak i pro podnikatele, včetně potíží se získáním dalších finančních prostředků, ztráty reputace, rizika dalšího ředění akcií start-upů (možné dodatečné zcizení podílu zakladatelů ve prospěch investoři).

Problémy a potíže se stanovením hodnoty start-upů nastávají pro podnikatele, investory a všechny zájemce o valuaci v rané fázi a fázi expanze životního cyklu start-upů. Vzhledem ke zvláštnostem start-upů v těchto fázích není možné zvolit univerzální metodiku valuace. Tradiční metody valuace (nákladový přístup, výnosový přístup a tržní přístup) nejsou pro start-upy v těchto fázích vhodné. Jejich použití je opodstatněné a neefektivní, pouze v pozdní fázi životního cyklu.

Málokterý start-up se dostane od nápadu až k tradiční společnosti, která drží část trhu, osvědčila se klientům, má stabilní příjem, provozuje domácí i mezinárodní činnost. Start-upy pozdní fáze životního cyklu mají všechny znaky tradičního podnikání, proto lze k jejich valuaci použít jakékoli tradiční přístupy.

Výzkum provedený v rámci této práce se zaměřil především na metody valuace, vhodné pro stanovení hodnoty start-upů v rané a fázi expanze životního cyklu.

Valuace start-upů v těchto fázích je nejobtížnější kvůli výrazně omezené nebo úplné absenci finanční historie, nízkým nebo nulovým tržbám a výnosům, často jedinečnosti obchodního modelu nebo nápadu start-upů (neschopnost najít srovnatelné společnosti), vysoké riziko nejistoty, vysoká míra nejistoty v jakýchkoli kvalitativních a kvantitativních hodnoceních.

Při posuzování pre-money hodnoty start-upů, které nedosáhly úrovně ziskovosti, je rozhodování investorů, podnikatelů a dalších zájemců o valuaci provedeno na základě řady subjektivních úsudků za podmínek značné nejistoty. Valuace v této fázi je založena na analýze kvalitativních charakteristik start-upů, které lze podle metodiky uvest v peněžním vyjádření, přičemž zvláštní pozornost je věnována kritickým oblastem rizik, které mohou ovlivnit úspěch či propadnutí společnosti. V závislosti na typu metody se liší počet analyzovaných faktorů, přístup k jejich hodnocení a přiřazení peněžní hodnoty. Výsledky analýzy ukázaly, že stanovení nákladů na start-up v této fázi závisí na volbě metody nebo kombinace metod valuace. Za neoptimálnější přístup k valuaci lze přitom považovat kombinaci metody založené na principu bodování a metody založené na principu součtu rizikových faktorů.

Při valuaci start-upů ve fázi expanze čelí investoři a podnikatelé také mnoha výzvám. Start-upy v této fázi stále nemusí mít tržby a provozní činnost, nebo tyto informace nejsou zveřejňovány, z důvodu chybějících zákonných požadavků, konkurenčních rizik, obav podnikatelů atd. Investoři jsou tedy z velké části omezeni ve volbě přístupu k valuaci start-upů v této fázi. Aplikace metod valuace rané fáze je limitována nejen nepoužitelností pro start-upy s příjmy, ale také maximálním kvantitativním hodnocením. V tomto ohledu metoda VC působí jako optimální přístup k valuaci start-upů v této fázi. Nelze tvrdit, že valuace touto metodou poskytuje spravedlivější ocenění než při použití metody DCF a metody Comparable Transaction, ale skutečnost, že aplikace tohoto přístupu nezávisí na dostupnosti finančních dat o činnosti start-upů, což umožňuje považovat to za nejuniverzálnější metodu pro určení hodnoty start-upů v této fázi.

Shrneme-li to, můžeme říci, že v současné době neexistuje univerzální přístup k valuaci start-upů. Každá analyzovaná metoda valuaci má různá omezení, výhody a nevýhody. Start-upy mají různé charakteristiky v závislosti na fázi životního cyklu, odvětví, regionu činnosti.

Posouzení praktické použitelnosti popsaných metod, jejich možnost použití pro účely valuace start-upů přímo závisí na fázi životního cyklu. Při valuaci start-upů v rané fázi se vyplatí použít kombinaci Berkusové metody, Metody založené na principu bodování, Metody založené na principu součtu rizikových faktorů. Při valuaci start-upů v fázi expanze je nutné použít metodu VC a v závislosti na dostupnosti finančních dat by bylo nejlepším řešením provést dodatečnou valuaci metodou DCF a metodou Comparable Transaction. Při valuaci start-upů v pozdní fázi lze použít jakoukoli kombinaci tradičních metod oceňování.

Závěr

U start-upů v pozdní fázi nejsou při valuaci žádné problémy. Ve skutečnosti start-upy v pozdní fázi představují tradiční typ společnosti. Start-upy v rané fázi však nemají příjmy a další metriky pro výpočet jejich valuace. Počet neznámých je tak vysoký, že zvyšuje rizika a kvůli tomu jsou tradiční metody valuace nepoužitelnými pro začínající podniky.

Podnikatelské plány a finanční prognózy nezobrazují skutečný obraz: jsou to jen sliby pro investory, aby demonstrovali potenciál. Investoři proto mohou posoudit pouze potenciál a schopnost týmu jej realizovat.

Kromě toho je tato metoda velmi subjektivní a závisí na intuici investora a jeho dojmech z komunikace se zakladateli start-upů. Existuje však několik metod, které se používají k určení valuace start-upů v jeho rané fázi a fázi expanze životního cyklu.

Valuace start-upů se spojena s různými výzvami, které vyžadují, aby potenciální investoři měli různý přístup k procesu. Valuace start-upů je spojena s různými výzvami, které vyžadují, aby potenciální investoři měli různý přístup k procesu. Protože historické informace nejsou k dispozici, informace jsou omezené a předpovědi jsou nejisté, kvalitativní faktori hrají zásadní otázku.

Podle výsledků provedené studie byly přezkoumány nejpoužívanější metody valuace start-upů používané investory, podnikateli a všemi osobami, které mají zájem o valuaci. V souladu se zvláštností každé z metod, odhadem jejich silných a slabých stránek, byla provedena srovnávací analýza, jakou metodu lze použít k valuaci v každé z fází životního cyklu.

Ve druhé části práce byla provedena komplexní analýza vybraného start-upů Snowflake, včetně údajů o skutečném stavu start-upů od okamžiku, kdy vznikl nápad, až po uvedení společnosti na IPO. Na základě údajů o shodě metod valuace, konkrétní fázi jeho cyklu, byla provedena Pre-money valuace analyzovaného start-upů Snowflake v rané fázi a fázi expanze.

V poslední části práce byly porovnány údaje pre-money Snowflake definované v rámci této studie a údaje z databáze tržních analytiků jako expertní verzi. V souladu se zjištěnými výsledky bylo zjištěno, že neoptimálnějším a prakticky použitelným

řešením při valuace start-upů v rané fázi je kombinace technik Berkus, Scorecard a RFMS, ve fázi expanze je použití metody Venture Capital.

Seznam literatury

Kidder, S. David. The Startup playbook. Secrets of the Fastest-Growing Startups. USA: Chronicle Books, 2012. 364 s. ISBN 978-14-52124-04-9.

Cremades, Alejandro. The art of startup fundraising: pitching investors, negotiating the deal, and everything else entrepreneurs need to know. USA: Wiley, 2016. 204 s. ISBN 978-11-19191-85-8

Sinek, S. Start with why. USA: Portfolio, 2012. 264 s. ISBN 978-1-59184-280-4.

Blank, S. a Dorf, B. The Startup Owner's Manual Strategy Guide. USA: K&S Ranch Publishing, 987 s. ISBN: 978-0-9849993-7-8

Ries, E. The Lean Startup. USA: Crown Business, 2011. 328 s. ISBN 978-0-307-88789-4.

Damodaran, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. USA: Wiley, 2012. 1038 s. ISBN 978-11-18011-52-2.

Kupor, S. Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It. USA: Portfolio, 2019. 320 s. ISBN 978-05-93-08358-1.

Thiel, P. Od nuly k jedničce: úvahy o startupech, aneb, jak tvořit budoucnost. 1st vyd. Jan Melvil Publishing, 2015. 191 s. Žádná velká věda. ISBN 978-80-87270-72-1.

Ramsinghani, M. The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies, 2nd Edition. USA: Wiley, 2014. 432 s.

Bradberry, J. 6 secrets to startup success: how to turn your entrepreneurial passion into a thriving business. USA: Amacom, 2011. 256 s. ISBN 978-0-8144-1606-8.

Rose, D. Angel investing. USA: Wiley, 2014. 289 s. ISBN 978-1-118-85825-7.

Hitchner, J. Financial valuation: applications and models. USA: Wiley, 2011. 256 s. ISBN 978-0-470-50687-5.

Plummer, J. QED Report on Venture Capital Financial Analysis. USA: QED Research, Inc., 1987.

Sahlman, W. a kol. Financing Entrepreneurial Ventures, Business Fundamental Series. USA: Harvard Business School Publishing, 1998. ISBN 978-0875849201

Damodaran, A. Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. USA: Stern School of Business, 2009.

Feld, B. a Mendelson, J. Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist. USA: Wiley, 2019. 368 s. ISBN 978-1-119-59484-0

Berkus, D. Advanced Berkonomics. UK: Lulu, 2011. 101 s. ISBN 978-0-557-143276

SEC. Snowflake Annual Report [online]. USA, 2022. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1640147/000164014722000023/snow-20220131.html>.

Techcrunch. History and information of development Snowflake [online]. USA, 2022. Dostupné z: https://search.techcrunch.com/search;_ylc=X3IDMgRncHJpZANvcTFjTmFvTFRFbUJZcmIJZ0ZRaExBBG5fc3VnZwM3BHBvcwMwBHBxc3RyAwRwcXN0cmwDMARxc3RybAM5BHF1ZXJ5A1Nub3dmbGFrZQR0X3N0bXADMTY3MzAyMDUxNg--?p=Snowflake&fr=techcrunch.

Slintel LLC. Cloud computing market share [online]. USA, 2022. Dostupné z: <https://www.slintel.com/tech>.

CB Insights. Snowflake financial statements [online]. USA, 2022a. Dostupné z: <https://app.cbinsights.com/profiles/c/BoDjN/financials>.

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 Fáze životního cyklu a financování start-upů.....	14
Obr. 2 Aplikace valuačních method start-upů podle fáze životního cyklu.....	31

Seznam tabulek

Tab. 1 Přehled očekávaných výnosů ze strany investorů.....	12
Tab. 2 Matice hodnocení klíčových rizikových faktorů.....	22
Tab. 3 Škála bodování	24
Tab. 4 Matice hodnocení faktorů	25
Tab. 5 Změna zákaznické báze Snowflake 2015-2022	34
Tab. 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$	36
Tab. 7 Rozvaha Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$	38
Tab. 8 Přehled o peněžních tocích Snowflake za rok 2020-2022, v mil. \$	39
Tab. 9 Investiční kola společnosti Snowflake	40
Tab. 10 Rozdělení podílu na trhu ukládání dat za 1. kvartál 2022.....	41
Tab. 11 Klíčové rizikové faktory star-upů Snowflake – Berkus method.....	51
Tab. 12 Průměrná pre-money valuace společností v regionu – RFSM	51
Tab. 13 Hodnocení rizikových faktorů metodou RFSM	53
Tab. 14 Hodnocení rizikových faktorů metodou Scorecard	55
Tab. 15 Určení významnosti kvalitativních faktorů Snowflake	55
Tab. 16 Pre-money valuace Snowflake v rané fáze a fáze expanze	59

Seznam příloh

Příloha 1 Scorecard method - Posouzení rizikových faktorů **Ошибка! Закладка не определена.**

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Turchin Daniil		
STUDIJNÍ PROGRAM/OBOR/SPECIALIZACE	Specializace Finance v mezinárodním podnikání		
NÁZEV PRÁCE	Valuace start-upů v různých fázích životního cyklu		
VEDOUCÍ PRÁCE	Doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA		
KATEDRA	KFU - Katedra financí a účetnictví	ROK ODEVZDÁNÍ	2023
POČET STRAN	71		
POČET OBRÁZKŮ	2		
POČET TABULEK	16		
POČET PŘÍLOH	1		
STRUČNÝ POPIS	<p>Přehled a porovnání různých valuačních metod vhodných pro použití při stanovení hodnoty start-upů v různých fázích životního cyklu. V práci jsou popsány teoretické aspekty související s činnostmi start-upů, jsou přivedeny definice, charakteristiky. Také jsou popsány složitosti, které vznikají při valuaci nákladů na start-upy, finanční a životní cykly start-upů. V souladu s provedenou analýzou činnosti start-upů byla provedena valuace vybraného start-upů popsány metodami valuace na základě provedených analýz činnosti start-upů. Na základě provedené studie byly identifikovány přístupy k valuaci start-upů v závislosti na fázi jeho životního cyklu.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Start-up, valuace, fáze životního cyklu		

ANNOTATION

AUTHOR	Turchin Daniil		
FIELD	Specialization Corporate Finance in International Business		
THESIS TITLE	Valuation of start-ups at different stages of the life cycle		
SUPERVISOR	Doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA		
DEPARTMENT	KFU - Department of Finance and Accounting	YEAR	2023
NUMBER OF PAGES			
	71		
NUMBER OF PICTURES			
	2		
NUMBER OF TABLES			
	16		
NUMBER OF APPENDICES			
	1		
SUMMARY	<p>Overview and comparison of different valuation methods suitable for use in determining the value of start-ups at different stages of the life cycle. In the work, theoretical aspects related to the activities of start-ups are described, definitions, characteristics are given. It also describes the complexities that arise when valuing the costs of start-ups, financial and life cycles of start-ups. In accordance with the performed analysis of start-up activity, the valuation of the selected start-up was performed by the described valuation methods based on the performed analyses of start-up activity. Based on the conducted study, approaches to the valuation of start-ups depending on the phase of its life cycle were identified.</p>		
KEY WORDS	Start - up, valuation, life cycle phases		