

# **Wycena podmiotów typu startup**

-

## **Teoria a praktyka**

## Agenda:

1. Startup
2. Dlaczego to istotne
3. Metody wyceny
4. Przykłady zastosowania poszczególnych metod

## Startup / DEFINICJA

- nowy projekt poszukujący modelu biznesowego
- wczesna faza rozwoju / poszukiwanie nowych rynków
- każda branża (PARP) / nowe technologie (NCBiR) / element nowości (Startup Poland)
- branże dominujące: ICT/IT / biotechnologia / fintech
- wysokie ryzyko / potencjalnie wysoki zwrot z inwestycji
- finansowanie 3F / crowdfunding / seed capital / business angels / venture capital

## Start-up / CECHY

- tester / replikator / wizjoner / partner
- nieokreślony rynek lub rynek produktu/usługi komplementarnej
- wysoka dynamika wzrostu (*Świat*: Apple, Amazon, Facebook, Google, Alibaba; *Polska*: Booksy, Tidio, ZnanyLekarz, Tylko)
- problem wiarygodności prognoz
- nieprzetestowany model biznesowy
- konieczność finansowania do czasu BEP

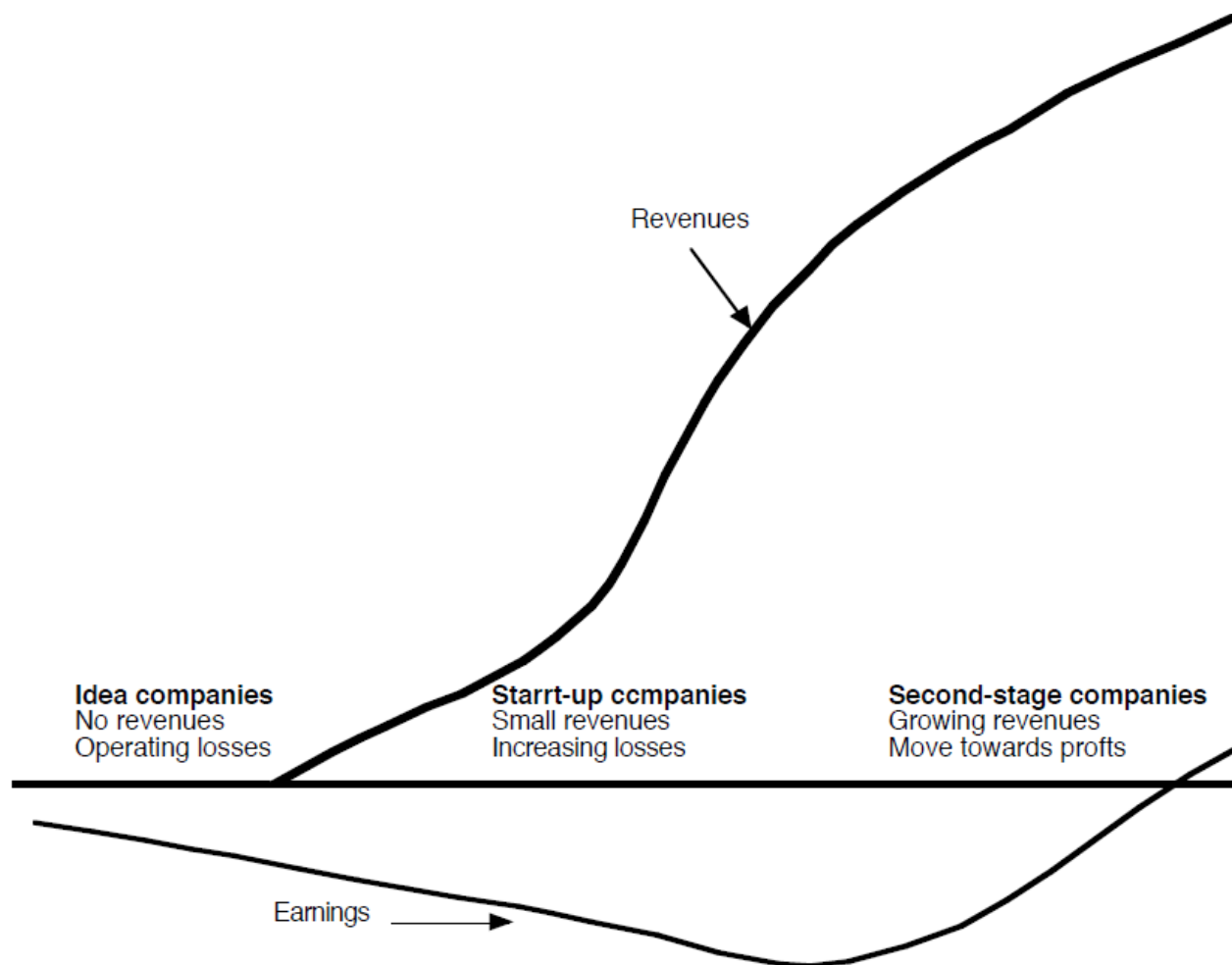
## Start-up / WARTOŚĆ

- **Pre-money** – wartość projektu start-up przed inwestycją:

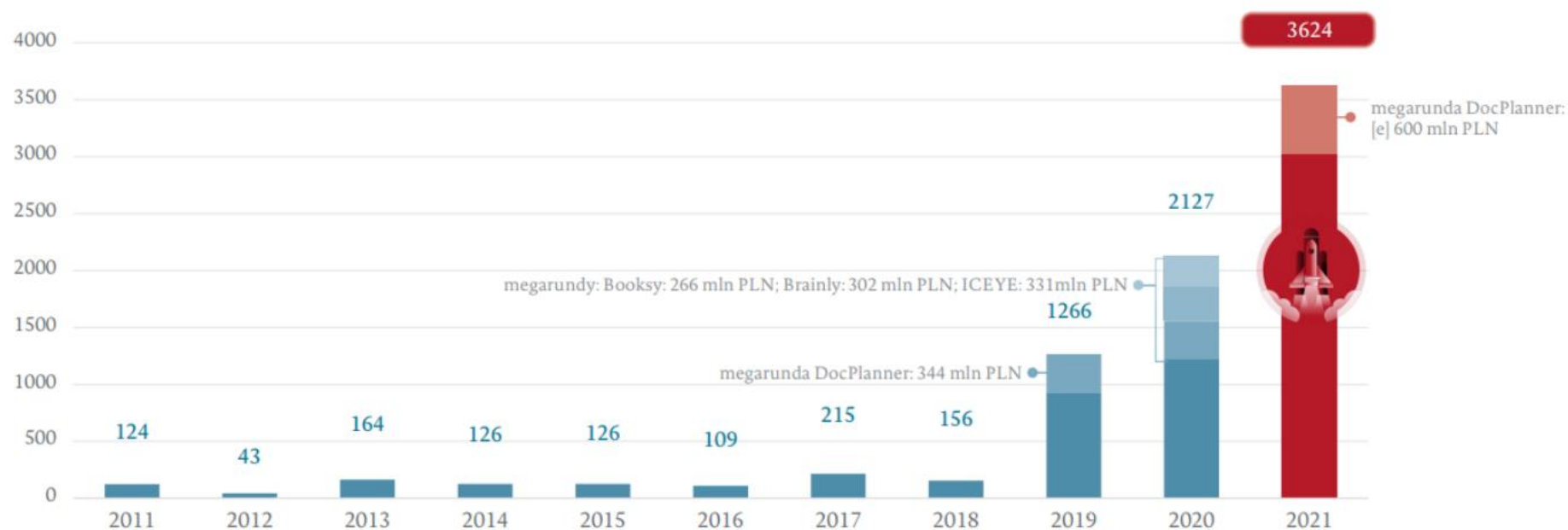
founders and team, market size, size of the company, technology or market solution, IP, product/service or technology, customer traction, amount already invested, stage of the startup, competition, need of additional investment, exit potential, board of directors and advisors

- **Post-money** – wartość projektu po inwestycji:

Post-money = Pre-money + Investment amount



## Rynek inwestycji w projekty startup



(1) Źródło dla archiwalnych danych 2011-2018: Invest Europe

(2) Celowo w zestawieniu osobno prezentujemy megarundy, które zaburzają statystyczny obraz (zobacz: obserwacja odstająca)

## Metody wyceny w praktyce / powody wyceny

- negocjacje pomiędzy zespołem a inwestorem / wymóg formalny
- pozyskanie kolejnej rundy finansowania / wymóg formalny
- szkoda w majątku inwestorów
- zaniżona wartość aportu
- postępowanie spadkowe / upadłościowe
- wycena aktywów funduszy

## Metody wyceny

- majątkowe (kosztowa, odtworzeniowa)
- dochodowe (DCF, metoda VC)
- porównawcze (market comp, mnożniki)
- specjalne (metoda Berkusa, Risk Mitigation),

## Metody wyceny / MAJĄTKOWE

- niepotrzebne historyczne i bieżące danych finansowych,
- ryzyko ograniczone do wartości wewnętrznej,
- brak ryzyka prawnego dla zarządu spółki,
- problem z ujęciem wartości nie mających zdolności aportowej,
- problem z ujęciem wartości rzadkich,
- ograniczenia dotyczące negocjacji.

## Metody wyceny / DOCHODOWE

### DCF:

- odzwierciedlenie wszystkich aspektów projektu,
- brak danych historycznych / trudność w sporządzeniu wiarygodnej prognozy,
- konieczność oszacowania stopy dyskontowej,
- trudność w negocjacjach wobec wysokiej wartości post-money.

### VC Method:

- oszacowanie wartości końcowej (exit value), na podstawie prognozy,
- obliczenie pre-money wstecznie przez ROI.

## Metody wyceny / PORÓWNAWCZE

### Market Comp:

- stworzenie profilu projektu startup,
- identyfikacja podobnego podmiotu,
- porównanie cech i korekty.

### Metody mnożnikowe:

- identyfikacja mnożników,
- identyfikacja podobnego podmiotu,
- kalkulacja mnożników i wartości średniej.

## Metody wyceny / SPECJALNE

### Metoda Berkusa:

- ocena czynników wpływających na wartość startup (Sound Idea, Prototype, Quality Management Team, Strategic Relationships, Product Rollout or Sales)

### Metoda Step Up:

- ocena czynników wpływających na wartość startup (rynek, skalowalność, doświadczenie projektodawcy, zaangażowanie, MVP, płacący użytkownicy, umowy współpracy, mapa drogowa, ochrona IP, konkurencja),
- oszacowanie wartości – 250k \$ za „TAK”.

### Metoda Risk Mitigation:

- stworzenie listy dokonań, wykonanych zadań, osiągnięć,
- przyporządkowanie do kategorii ryzyka: technologicznego, rynkowego, zarządczego i kapitałowego,
- przypisanie wartości, korekty, sumowanie, weryfikacja.

Inne metody „rules of thumb”: Morbitzer method, Scorecard method.

## Metody wyceny w praktyce / dobór metody

- brak przychodów / projekt technologiczny – majątkowa, VC
- brak przychodów / projekt nietechnologiczny – m. Berkusa, VC
- są przychody (rynkowe) z modelu biznesowego – DCF
- są przychody – powtarzalne (licencja, subskrypcja) – mnożnik
- występowanie kluczowego parametru - porównawcza

## Metody wyceny w praktyce / podstawowe błędy i problemy

- trudność w oszacowaniu metody odtworzeniowej
- subiektywność ocen w metodach specjalnych (m. Berkusa)
- oszacowanie kosztu kapitału
- dobór podmiotów porównywalnych
- porównywalność kluczowego parametru

## 1. Producent systemów przeciwpożarowych / wycena majątkowa

- Ekspert: 1 mln EUR jako minimalny budżet opracowania jednego produktu,
- Spółka: aktualizacja wartości poniesionych kosztów
- + wycena porównawcza
- + wycena „rynek x marża”

## 2. Platforma edukacyjna / wycena m. Berkusa

| Kryterium                                                                      | Opis stanu maksymalnego                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sound Idea<br>( <i>basic value,<br/>product risk</i> )                         | Istniejący dojrzały rynek dla podobnych rozwiązań; Duża wielkość rynku docelowego, duża wartość rynku, zaawansowany etap rozwoju rynku z możliwością dalszych wzrostów; Produkt wprowadzony na rynek i z istotną trakcją sprzedaży; Docelowy model monetyzacji projektu zweryfikowany przez rynek; Określony klient docelowy jest zaznajomiony z modelem udostępniania usługi i jest on konkurencyjny względem alternatywnych rozwiązań; przewagi konkurencyjne względem alternatywnych, w tym tradycyjnych, sposobów zaspokajania tych samych potrzeb; sposób dotarcia do klientów jest właściwy i zweryfikowany;      |
| Prototype<br>( <i>reduces<br/>technology risk</i> )                            | Produkt został udostępniony klientom w docelowym modelu monetyzacji; Produkt jest dostępny na rynku z funkcjonalnościami wymaganymi do uzyskania skali pozwalającej na dalsze samodzielne finansowanie rozwoju; Produkt nie posiada istotnych wad ograniczających jego funkcjonalność; Stabilność technologiczna; zweryfikowane i z walidowane rozwiązania dotyczące umawiania zajęć, rozliczeń z rodzicami, realizacji wideozajęć, w tym grupowych itp.; Uzyskanie wszelkich niezbędnych koncesji i zezwoleń; Brak istotnych barier technologicznych do pokonania;                                                     |
| Quality Management Team<br>( <i>reduces execution risk</i> )                   | Doświadczony zespół, który zarządzał innymi podobnymi projektami biznesowymi, zarówno na etapie start-up, jak i na etapie zwiększonej skali biznesu; Wewnętrzne kompetencje zespołu founderów w zakresie technologii niezbędnych do zaprojektowania i realizacji projektu; Doświadczenie członków zespołu w zakresie prowadzenia marketingu i promocji nakierowanych na zdobywanie klientów B2C; Posiadane przez zespół projektu kontakty biznesowe i merytoryczne w środowisku dostarczających klientów, pracowników oraz niezbędne kompetencje;                                                                       |
| Strategic Relationships<br>( <i>reduces market risk and competitive risk</i> ) | Posiadane kontakty i relacje zespołu founderów i / lub udziałowców pozwalające na nawiązanie współpracy z potencjalnymi partnerami umożliwiającymi oferowanie dostępu do platformy jako bonusu do innych produktów lub usług (lub VAS – <i>value added services</i> ); Rozmowy i umowy z podmiotami, które mogą wykorzystać swoje kanały sprzedaży (np. banki); Możliwość umieszczenia rozwiązania na platformach oferujących <i>value-added-services</i> w kanale B2B; rozmowy i umowy z podmiotami rozpoznawalnymi na rynku edukacyjnych, które mogą odpowiadać za uwiarygodnienie oferty zajęć i jakości edukatorów; |
| Product Rollout or Sales<br>( <i>reduces financial and production risk</i> )   | Posiadanie istotnych danych historycznych o sprzedaży, strukturze umawianych zajęć (co do tematyki, liczby jednorazowych nabyć, ich kontynuowania, liczebności grup itp.); Posiadanie informacji o koszcie pozyskania klienta (CAC); Zweryfikowany poziom kosztów operacyjnych; Zweryfikowane koszty posiadania własnych edukatorów;                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

| Kryterium                                                                                         | stan oceniany na Dzień Wyceny                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Ocena |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Sound Idea<br>( <i>basic value,<br/>product risk</i> )                                            | Rynek korepetycji i zajęć pozaszkolnych, jest rynkiem rozwiniętym – o dużej skali, z dużą liczbą klientów, powracających i nowych. Jednocześnie z uwagi na wskazane przez autorów Projektu przyczyny, w tym głównie niewystarczającą edukację szkolną oraz bogacące się społeczeństwo (w tym wpływ 500+) jest to rynek stosunkowo dynamicznie rosnący. Jednocześnie coraz większy udział w rynku posiadają usługi świadczone online – z uwagi na swoje przewagi konkurencyjne (większa dostępność + niższy koszt), co dodatkowo zostało zdynamizowane w latach 2020/2021 roku sytuacją pandemiczną (...)                                               | 80,0% |
| Prototype<br>( <i>reduces<br/>technology<br/>risk</i> )                                           | Projekt na Dzień Wyceny jest funkcjonującym przedsiębiorstwem, opartym o gotową platformę z podstawową ofertą edukacyjną oferowaną przez kilkudziesięciu edukatorów i funkcjonującą w ramach docelowego modelu biznesowego. Platforma ma być na tym etapie w pełni funkcjonalna (tj. ma posiadać wszystkie funkcjonalności pozwalające pozyskać edukatorów i uczestników, ich onboarding, przeprowadzenie i rozliczenie zajęć). Niemniej jednak dalsze 1,3 mln EUR z planowanych do pozyskania środków ma być przeznaczony na rozwój produktu (...)                                                                                                    | 75,0% |
| Quality<br>Management<br>Team<br>( <i>reduces<br/>execution<br/>risk</i> )                        | Projekt jest realizowany w formule venture building, tzn. pierwszy etap zrealizowany został wewnętrznie przez podmiot będący właścicielem praw do niego pozyskano zewnętrzne źródło finansowania i utworzono spółkę celową. W spółce zatrudniono kadrę zarządzającą (doświadczonych CEO, product owner i business specialist), która na Dzień Wyceny jest wspierana przez zewnętrzny zespół administracyjny (...)                                                                                                                                                                                                                                      | 67,5% |
| Strategic<br>Relationships<br>( <i>reduces<br/>market risk<br/>and<br/>competitive<br/>risk</i> ) | Istotnym elementem zmniejszającym ryzyko powodzenia projektu są szerokie relacje podmiotu odpowiadającego za stworzenie projektu, które pozwoliły na zvalidowanie projektu, jak również będą pomocne w zdobyciu kompetencji w zakresie jakości edukatorów oraz programów zajęć. W ramach systemu relacji pomiotu x nawiązanych przy pracy nad projektem szczególnie cenne są powiązania z Uniwersytetem x i y – relacje z tymi podmiotami mają zostać uregulowane umowami partnerskimi obowiązującymi na Dzień Wyceny.<br>(...) Spółka posiadać ma na dzień 30.06.2022 roku również dużego partnera korporacyjnego w zakresie dystrybucji usługi (...) | 60,0% |
| Product<br>Rollout or<br>Sales ( <i>reduces<br/>financial and<br/>production<br/>risk</i> )       | Projekt na Dzień Wyceny realizować ma pierwsze przychody ze świadczenia usług na rzecz 400-800 uczniów. Z uwagi na moment rozwoju Projektu będą to prawdopodobnie pierwsze płatności i trudno będzie jeszcze je oceniać z perspektywy powtarzających się miesięcznych płatności. Zweryfikowane zostaną jednak przez rynek mechanizmy płatności, sposoby opłacania zajęć, czy konkurencyjność cenowa (...)                                                                                                                                                                                                                                              | 25,0% |

| Kryterium                                                                   | Wartość<br>maksymalna | Ocena                  | Wartość               |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
|                                                                             |                       |                        | [kurs USD = 4,17 PLN] |
| Sound Idea ( <i>basic value, product risk</i> )                             | 500 000 USD           | 80,00%                 | 1 668 000 PLN         |
| Prototype ( <i>reduces technology risk</i> )                                | 500 000 USD           | 75,00%                 | 1 563 750 PLN         |
| Quality Management Team ( <i>reduces execution risk</i> )                   | 500 000 USD           | 67,50%                 | 1 407 375 PLN         |
| Strategic Relationships ( <i>reduces market risk and competitive risk</i> ) | 500 000 USD           | 60,00%                 | 1 251 000 PLN         |
| Product Rollout or Sales ( <i>reduces financial and production risk</i> )   | 500 000 USD           | 25,00%                 | 521 250 PLN           |
| <b>Łącznie</b>                                                              | <b>2 500 000 USD</b>  | <b>61,5% (średnia)</b> | <b>6 411 375 PLN</b>  |

### 3. Producent elektroniki dla awioniki / wycena DCF

- Realność planu finansowego
- Koszt kapitału

*Table 2: Venture Capital Target Rates of Return – Stage in Life Cycle*

| <i>Stage of development</i> | <i>Typical target rates of return</i> |
|-----------------------------|---------------------------------------|
| Start up                    | 50-70%                                |
| First stage                 | 40-60%                                |
| Second stage                | 35-50%                                |
| Bridge / IPO                | 25-35%                                |

## 4. Producent systemów przeciwpożarowych / wycena porównawcza

### – Transakcyjne

|                                   | Ampac Group<br>(GBP) | Tyco Int. Plc<br>(USD) | xx [2021]<br>(PLN) | WYCENA          | xx [2022P]<br>(PLN) | WYCENA           |
|-----------------------------------|----------------------|------------------------|--------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Liczba akcji / udziałów           |                      |                        | 6 001              |                 | 6 001               |                  |
| Kurs akcji [zł]                   |                      |                        | -                  |                 | -                   |                  |
| Kapitalizacja [tys.]              | 72                   | 26 094                 | -                  |                 | -                   |                  |
| Sprzedaż [tys. zł]                | 31                   | 12 371                 | 3 614              |                 | 6 510               |                  |
| EBITDA [tys. zł]                  |                      |                        | -347               |                 | -46                 |                  |
| BV [tys. zł]                      | 100                  | 28 378                 | 2 538              |                 | 3 260               |                  |
| P / S                             | 2,31                 | 2,11                   | <b>2,21</b>        | 7 984,77        | <b>2,21</b>         | 14 383,11        |
| P / BV                            | 0,72                 | 0,92                   | <b>0,82</b>        | 2 080,12        | <b>0,82</b>         | 2 671,79         |
| wycena wg. wskaźników finansowych |                      |                        |                    | 7 984,77        |                     | 14 383,11        |
| Wartość jednego udziału           |                      |                        |                    | <b>1 330,57</b> |                     | <b>2 396,78</b>  |
| Wartość xx Sp. z o.o.             |                      |                        |                    | <b>7 984,75</b> |                     | <b>14 383,08</b> |

## 5. Producent świeżej karmy dla psów / wycena porównawcza

### – MRR/ARR, CAC/LTV

- 35k zł MRR -> 500k zł przy  $V = 3,5M$  zł,
- 170k zł MRR -> 2M przy  $V = 15M$  zł,
- 250k zł MRR -> 3M przy  $V = 25M$  zł.

## Wyceny porównawcze / źródła danych

- Raporty rynku VC (PFR, MamStartup)
- Strategie Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych (ASI) (KNF)
- Bazy danych:
  - Crunchbase
  - PitchBook
  - Markables
  - BVR
  - Zefir / Orion / EMIS / Notoria itp.

## DZIĘKUJĘ ZA UWAGĘ ZAPRASZAM DO KONTAKTU

ws. wyceny startup'ów:



FMS Sp. z o.o.  
ul. Królowej Korony Polskiej 24/204  
70-486 Szczecin  
[grzegorz.gawlik@fmsgrupa.pl](mailto:grzegorz.gawlik@fmsgrupa.pl)  
[www.fmsgrupa.pl](http://www.fmsgrupa.pl)

ws. inwestycji w startup'y:



Pomerangels ASI S.A.  
ul. Królowej Korony Polskiej 24/202  
70-486 Szczecin  
[g.gawlik@pomerangels.com](mailto:g.gawlik@pomerangels.com)  
[www.pomerangels.com](http://www.pomerangels.com)