

# Startup değerlemesi: Hızlı büyümeye değer biçmek

Özellikle artan girişim sermayesi fonu yatırımlarına paralel olarak, son dönemlerde daha çok startup şirket değerlemesi yapıyoruz. Startup değerlemesi hızlı büyüme karakteristiği nedeniyle çok daha zorlu bir işe dönüşüyor.



## Mehmet Akif Moroğlu

Kıdemli Müdür  
Finansal Danışmanlık  
Deloitte Türkiye

Startup şirketler için en iyi tanımlamayı Silikon Vadisi seri girişimcisi ve akademisyen Steve Blank “tekrarlanabilir ve ölçeklendirilebilir iş modeli arayışı için tasarlanmış organizasyon” şeklinde yapıyor.

Her ne kadar doğuşlarına ortam sağlamış olan dot-com balonu patlamış olsa da, o günlerden günümüze kadar başarılı şekilde gelen Amazon ve eBay gibi global örnekler ve Gittigidiyor ve Yemek Sepeti gibi yerel girişimler birçok girişimciye ilham vermeye devam ediyor. Sayıları her geçen gün artan kuluçka merkezleri, girişim sermayesi fonları ve melek yatırımcıların da katkısıyla gün geçtikçe daha fazla sayıda startup şirketin varlığından haberdar oluyoruz.

Çok farklı tanımlamalar olsa da, bu karmaşa arasında startup şirketler için belki de en iyi tanımlamayı Silikon Vadisi seri girişimcisi ve akademisyen Steve Blank “tekrarlanabilir ve ölçeklendirilebilir iş modeli arayışı için tasarlanmış organizasyon” şeklinde yapıyor. Bu tanımın en önemli yanı, küçük bir işletme ile bir startup arasındaki en önemli fark olan “ölçeklendirilebilir” olmayı, diğer bir deyişle hızlı büyüme yeteneğine sahip olmayı ortaya koymasındır.

İşte bu hızlı büyümenin yarattığı finansman ihtiyacı, girişimcilerin en az operasyonlar kadar önem vermeleri gereken diğer bir nokta oluyor. Sınırlı nakit yaratma kabiliyetleri ve bu durumda borçlanma giderlerini karşılamamanın pek mümkün olmaması, finansman hiyerarşisi teorisinin aksine, sermaye artırımı yoluyla dış kaynak bulmayı startup şirketler için ilk seçenek

haline getiriyor. Genellikle kendi sınırlı kaynakları ya da yakın çevrelerinden aldıkları destek ile yola çıkan girişimciler, bu aşamada bir girişim sermayesi veya melek yatırımcıdan yatırım almayı amaçlıyorlar. Devamında da yeni yatırımcılar ya da mevcut yatırımcılardan ikinci, üçüncü tur yatırımlar takip ediyor.

Bu süreçte değerlendirme konusu önem arz etmeye başlıyor. Özellikle artan girişim sermayesi fonu yatırımlarına paralel olarak, biz de son dönemlerde daha çok startup şirket değerlemesi yapıyoruz. Her ne kadar alışlagelmiş indirgenmiş nakit akımları ve benzer şirket/işlem karşılaştırma yöntemlerini kullanıyor olsak da, startup değerlendirme özellikle yukarıda bahsettiğim hızlı büyüme karakteristiği nedeniyle çok daha zorlu bir işe dönüşüyor. Bu aşamada karşılaştığımız zorluklardan ve bu zorlukları nasıl bertaraf ettiğimizden bahsetmek yerinde olacaktır.

Şirketin gelecekteki nakit akımlarını tahmin edip söz konusu nakit akımlarının risk düzeyini de yansıtan bir indirgeme oranı ile bugüne indirgenmesi esasına dayanan İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde, değerlemeyi belirleyen 3 temel etken bulunmaktadır: nakit akımları, iskonto oranı ve uzun vadeli büyüme oranı.

Startup şirketlerin sınırlı geçmiş veriye sahip olmaları ve genellikle düşük operasyonel kaldıraç nedeniyle geçmişte faaliyet zararı kaydetmiş olmaları, bu şirketlerin büyüme performanslarını ve faaliyet karı oranının nasıl bir patikada gelişeceğini tahmin etmeyi zorlaştırmaktadır. Bu zorlukları aşmak için benzer alanlarda faaliyet gösteren ve nispeten belli bir büyüklüğe ulaşmış şirketlerin büyüme patikalarını ve operasyonel karlılık oranlarını dikkate alarak öngörülerde bulunmaya çalışıyoruz.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin bir diğer temel faktörü olan iskonto oranının bir startup şirket için hesaplamasında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin unsurları olan özsermaye maliyeti ve borç maliyetini belirlenirken normal bir küçük işletmeye oranla dahi daha dikkatli olunması gerekmektedir. Özsermaye maliyeti hesaplamasında kullandığımız risk-getiri modeli olan CAPM'in (Finansal Varlık Fiyatlama Modeli) sadece sistematik riski dikkate alıyor olması, buna karşın küçük işletmelerde olduğu gibi startup şirketlerin de kendine özgü birçok riske sahip olması hesaplamaya şirkete özel bir risk primi dahil etmeyi ve bunun seviyesini doğru belirlemeyi gerektiriyor. İskonto oranının diğer unsuru olan borç maliyetini belirlemek de yine büyük oranda hiç borçlanmamış olan startup şirketler söz konusu olduğunda zorlaşıyor. Hiç borçlanmamış bir startup şirket için genellikle risk düzeyini dikkate alarak makul bir borç primi belirlemeye çalışıyoruz. Hem yüksek ek şirket risk primi, hem de yüksek borç primi sonucunda doğal olarak standart bir şirket için kullandığımızdan daha yüksek bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ortaya çıkıyor.

Her ne kadar henüz yeni kurulmuş bir şirketin sürekliliği konusunda soru işaretleri olsa da, işletmenin sürekliliği ilkesini dikkate alarak startup şirketler için de bir devam eden büyüme oranı kullanıyoruz. Bu büyüme oranı genellikle faaliyetlerin belirli bir olgunluğa ulaşmasından sonraki dönem için uzun vadeli enflasyon beklentisi düzeyinde oluyor.



## Startup değerlemelerinde belki de en önemli katkımız girişimcilerin iş planları ile sektörel deneyimlerimizi ortak bir senaryoda buluşturup, en gerçekçi değer ortaya çıkmasını sağlıyor olmamızdır.

Benzer şirket/işlem yöntemlerini kullanırken ise, startup boyutunda halka açık benzer bir şirket bulmak mümkün olmasa da, değerlendirme konusu şirkete yapılmış olan sermaye yatırımları ile geçmişte gerçekleşen benzer işlemler çoğu zaman kırtarıcı oluyor. Bununla beraber, faaliyet zararı kaydeden startup şirketlerde Şirket Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanlarını kullanmak söz konusu olamayacağından, büyük oranda Şirket Değeri/Net Satışlar çarpanı kullanılmaktadır.

Son olarak, startup değerlemelerinde önem arz eden bir diğer konu olan imtiyazlara da değinmek gerekiyor. Özellikle tohum yatırımı (seed capital) ve erken aşama yatırımı yapan melek yatırımcı ve girişim sermayesi fonları, startup şirketlerin risklerini de hesaba katarak temettü dağıtımında ya da kritik bazı kararlarda imtiyazlar talep edebiliyorlar. Şirketin imtiyazlara sahip belirli orandaki bir hissesi değerlemeye tabi tutuluyorsa, temettü imtiyazına sahip hisseler için farklı

bir indirgeme oranı hesaplanması, kritik kararlarda veto hakkına sahip hisseler için ise o gelişmenin gerçekleşmesi veya gerçekleşmemesi sonucunda ortaya çıkacak olan değerlendirme sonuçlarına verilecek ağırlığın imtiyazlı hisse oranında düzeltilmesi gibi yöntemlere başvuruyoruz.

Her ne kadar klasik yöntemleri kullanıyor olsak da, startup şirketler söz konusu olduğunda yukarıda bahsettiğim detaylar çalışmayı daha incelikli hale getiriyor. Tüm bu teknik detayların ötesinde, startup değerlemelerinde belki de en önemli katkımız girişimcilerin iş planları ile sektörel deneyimlerimizi ortak bir senaryoda buluşturup, en gerçekçi değer ortaya çıkmasını sağlıyor olmamızdır.