



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Värdering av tillväxtbolag

Värdering av tillväxtbolag i praktiken

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning HT-2011

Handledare: Andreas Hagberg

Författare: Johan Hallenby
Fredrik Johansson
Rickard Ekström

Förord

Arbetet med denna uppsats har varit mycket lärorikt och intressant. Den nya kunskapen och de nya erfarenheterna som vi fått genom uppsatsen kommer vara till nytta i framtiden.

Författarna vill börja med att tacka vår handledare Andreas Hagberg för vägledning och värdefulla tips under arbetets gång. Vi vill även passa på att rikta ett stort tack till alla respondenter för den information som vi fått från intervjuerna. Slutligen vill vi passa på att tacka alla personer i opponeringsgrupperna för de råd vi fått vid delseminarierna.

Göteborg 2012-01-10

Johan Hallenby

Fredrik Johansson

Rickard Ekström

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Extern Redovisning och Företagsanalys, Kandidatuppsats, HT-2011

Författare: Johan Hallenby, Fredrik Johansson och Rickard Ekström

Handledare: Andreas Hagberg

Bakgrund: Entreprenörer behöver ofta kapital för att förverkliga sin affärsidé och genomföra expansion. Tillgången till kapital har dock begränsats bland annat av den rådande ekonomiska oron som lett till restriktivare kreditgivning från banker. Riskkapital kan därför anses vara en viktig finansieringskälla för nystartade tillväxtbolag.

Syfte och problemformulering: Uppsatsens syfte är att undersöka hur värdering av onoterade tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden på den svenska marknaden kan gå till i praktiken. Värdering av tillväxtbolag bygger bland annat på antaganden och framtida förväntningar vilket kan göra värderingen problematisk. Problemdiskussionen leder fram till forskningsfrågan hur tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden kan värderas i praktiken. Uppsatsen kan vara relevant för venture capitalbolag, entreprenörer och för andra intresserade som önskar få en djupare inblick i hur värdering av tillväxtbolag kan gå till i praktiken.

Metod: För att uppfylla syftet och besvara uppsatsens forskningsfråga behövdes djupgående intervjuer. Uppsatsens empiri består av sju stycken personliga intervjuer och kan därför ses som kvalitativ. Intervjuerna föregicks av en omfattande litteraturgranskning där referensramen valdes ut.

Referensramen: Referensramen presenterar investeringsprocessen, teori om svårigheter med att värdera tillväxtbolag samt de värderingsmodeller som vanligtvis förekommer i litteraturen. Värderingsmodeller som inte är applicerbara på tillväxtbolag har exkluderats. Avsikten med referensramen är att överskådligt presentera relevant teori som sedan, tillsammans med empirin, ska ge underlag till analysen och slutsatserna.

Empiri: I empiridelen sammanställs svaren från fem stycken intervjuer med aktiva investerare samt två intervjuer med en revisor och en värderingskonsult. Intervjuerna presenteras i en sammanställning av samtliga respondenters svar inom valda områden.

Analys och slutsats: Uppsatsens analys och slutsats visar att det är svårt att värdera tillväxtbolag i tidiga skeden med enbart en eller ett fåtal värderingsmodeller. Värdet på ett bolag är en definitionsfråga som bland annat utgörs av entreprenörens kvalitéer, affärsplanens innehåll, investerarens kunskaper om marknaden, de unika villkoren som upprättas i samband med affären samt förhandlingsprocessen.

Förslag till vidare forskning: Avslutningsvis ges flera förslag till vidare forskning. Författarna i denna uppsats har haft värderingen som tyngd i investeringsprocessen. Förslag till fortsatt forskning kan vara att fördjupa sig mer i de andra delarna i investeringsprocessen.

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Definitioner.....	2
1.3	Problemdiskussion.....	4
1.4	Forskningsfråga	4
1.5	Syfte.....	4
1.6	Avgränsningar	4
1.7	Relevans.....	5
1.8	Disposition.....	5
2	Metod	6
2.1	Val av metod och angreppssätt.....	6
2.2	Val av referensram.....	6
2.3	Empirimaterial	7
2.4	Presentation av insamlat material.....	8
2.5	Reliabilitet och validitet.....	8
3	Referensram	10
3.1	Investeringsprocessen.....	10
3.2	Värdering av tillväxtbolag.....	11
3.3	Värderingsmodeller	11
3.3.1	Förnuftsvärdering	11
3.3.2	Jämförande värdering.....	12
3.3.3	Kassaflödesanalys	12
3.3.4	Venture capitalmetoden.....	14
3.3.5	Realoptionsanalys.....	14
4	Empiri.....	15
4.1	Ett företags värde.....	15
4.2	Svårigheter med värdering av tillväxtbolag.....	15
4.3	Processen från första kontakt till exit	16
4.4	Vilka värderingsmetoder som används.....	18
5	Analys.....	20
5.1	Identifiering	20
5.2	Värdering	20
5.3	Beslut.....	22
5.4	Due diligence.....	23
5.5	Förhandling och investering	23
5.6	Tillväxtresa och Exit.....	23
6	Slutsats	25
6.1	Slutdiskussion/ resultat.....	25
6.2	Förslag till fortsatt forskning.....	27
7	Källförteckning.....	28
8	Muntliga källor.....	31
9	Bilagor.....	32
9.1	Intervjuformulär.....	32
9.1.1	Investerare	32
9.1.2	Bankman och revisor.....	33

1 Inledning

Inledningen syftar till att skapa intresse för läsaren om uppsatsens område och inleds med en bred presentation av ämnets bakgrund, definition, problemdiskussion som mynnar ut i forskningsfrågan, syfte, avgränsningar, ämnets relevans och uppsatsens vidare disposition.

1.1 Bakgrund

Den ekonomiska oron som råder i stora delar av Europa kan leda till ökad arbetslöshet i Sverige (Ekonomifakta, 2011). En stigande arbetslöshet tillsammans med en mer restriktiv kreditgivning från svenska banker (Dagens Nyheter, 2011) leder till att riskkapital kan bli en alltmer betydelsefull finansieringskälla för nystartade bolag (EU Kommissionen, 2011).

Efter finanskrisen 2008 har svenska banker blivit mer restriktiva med att låna ut pengar till företag (Dagens nyheter, 2011). Investeringar kan komma från något av de svenska riskkapitalbolagen istället för bankfinansiering. Nedan följer information från (SVCA, 2011) svenska riskkapitalbolag och kommentarer från de företag som dessa bolag investerat i:

- De svenska riskkapitalbolagen är ägare i cirka 850 bolag varav 700 är svenska bolag
- Riskkapitalbolagen omsätter omkring 250 miljarder kronor per år
- 90 procent av företagen som ägs av riskkapitalägare säger att de är nöjda med sina ägare.
- 70 procent av företagen som ägs av venture capital-ägare säger att de inte hade existerat om det inte vore för investerarna.

Riskkapital är nödvändigt för att entreprenörsdrivna företag ska ha möjlighet att växa, utvecklas och bidra till den svenska ekonomin (SVCA, 2011). Tillväxtbolagen kommer att vara framtidens stora företag som bidrar med ökad tillväxt till samhällsekonomin och ökar antalet arbetstillfällen (Ellemark, 2011).

Det finns utrymmen för investeringar i tillväxtbolagens tidiga skeden då många större riskkapitalbolag väljer att inte investera i företag som befinner sig i uppstartsfas på grund av stor osäkerhet och svåra företagsvärderingar (Linder, 2011). Mer än 60 procent av riskkapitalet till svenska tillväxtbolag kommer från offentliga källor (Reinius, 2011). Endast 2 procent av det totala investeringskapitalet från de svenska riskkapitalbolagen investeras i företag som befinner sig i uppstartsfas (Linder, 2011). I en undersökning som gjordes på 19 000 små- och medelstora företag i Sverige 2011 ställdes frågan om hur de såg på möjligheter till tillväxt och vilka hinder som finns för att nå sina tillväxtmål. 75 procent svarade att de vill växa men att brist på kapital är ett av de hinder som finns för att lyckas med tillväxtmålen (Persson, 2011).

EU kommissionen har uppmärksammat problemet om svårigheterna med finansiering i tillväxtbolag i ett tidigt skede och skriver i ett pressmeddelande den 7:e december 2011 att små företags tillväxtpotential avgörs av tillgången till kapital. De små företagens tillväxt, som står för en stor del av Europas ekonomiska välfärd, har lett till att EU kommissionen lagt fram ett förslag till förordning som ska förenkla för riskkapitalinvestorer att skaffa finansiering till nystartade företag. EU kommissionens vice ordförande Antonio Tajani säger i

pressmeddelandet att det är av högsta prioritet för EU att förenkla för bland annat små bolag att erhålla finansiering för att komma ur den kris som Europa nu befinner sig i (EU kommissionen, 2011). Utredningen visar även att företag med långsiktiga riskkapitalinvesteringar är mer framgångsrika än företag som måste förlita sig på kortfristig finansiering från banker. Den främsta anledningen beror på den strikta kontroll riskkapitalfonderna gör innan en investering. Dessutom hävdar kommissionen att investeringar i små bolag som befinner sig i en uppstartsfas är en väg ut ur den ekonomiska krisen.

Det är ett problem i Europa att det inte finns tillräckligt med venture capital för bolag i uppstartsfasen och att entreprenörer ofta på egen hand får bekosta bolagets satsning. Denna brist på venture capital beror på de höga finansiella risker som existerar när man satsar kapital i företagens tidiga skeden samt att det är svårt, nästintill omöjligt, att beräkna om investeringen kommer att lyckas (Klofsten 1999). Även Damodaran (2002) nämner att flera analytiker anser att värderingsproblematiken för tillväxtbolag utgör en alltför hög risk och att tillväxtbolag inte bör ingå i en investerares portfölj. Värdering av tillväxtbolag är en svår uppgift då de traditionella värderingsmodellerna inte är anpassade för dessa bolag (Terry, Edwin J, Hays Karl E, Foltz, Andrea LaRue, James W, Beaton, Neil J, Huff, J. Kenneth, Jr, 2004). Problemen är bland annat att tillväxtföretag ofta är nystartade och därmed är den finansiella historiken kort (Paglia & Cody, 1998). Därutöver är intäkterna ofta begränsade vilket leder till negativa resultat som gör tillväxtbolagen svåra att värdera (Damodaran, 2010).

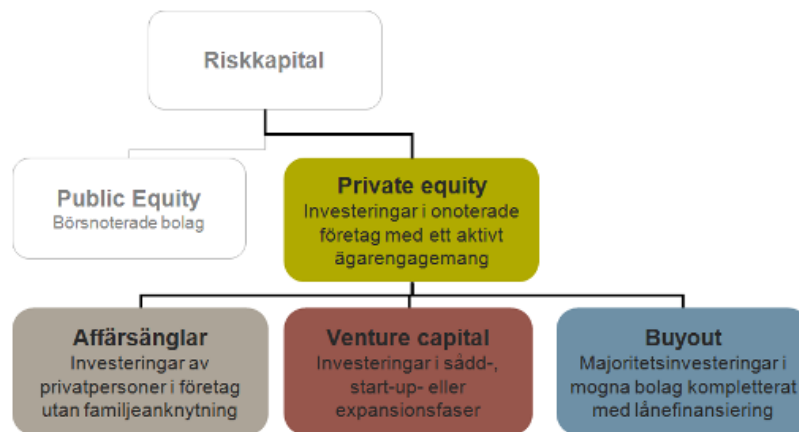
Företagsvärdering är en subjektiv bedömning på grund av att värderingen baseras på investerarens analys, erfarenhet och kunskap. Investeraren har ett flertal modeller till sin hjälp för att bedöma ett företags värde. Dessa värderingar bygger på antaganden som varje investerare måste ta hänsyn till. Det gör att olika investerare som värderar samma företag med samma modeller kommer att få olika värden beroende på just deras förutsättningar (Nilsson Henrik, Isaksson Anders, Martikainen Teppo, 2002).

1.2 Definitioner

Riskkapital är alla typer av kapitaltillskott som sker till bolag, som inte är lån. Public equity är de investeringar som utförs på börsen och private equity är de investeringar som sker utanför börsen (SVCA, 2012). Uppsatsen kommer inte att beröra public equity eftersom det inte är relevant för uppsatsens syfte.

Private equity är de tillskott av riskkapital som sker till bolag som inte handlas på börsen (SVCA 2012). Private equity-investeringar är tänkta att säljas vidare, vanligtvis inom tre till sju år (Nyman, 2002). De tre vanligaste finansieringsformerna inom private equity är affärsänglar, venture capital och buyout (SVCA 2012). Affärsänglar och buyout kommer inte behandlas vidare i uppsatsen eftersom de inte tillhör uppsatsens syfte.

Venture capital är till största delen lik private equity och det finns inga bestämda avgränsningar mellan de båda. Den största skillnaden är att venture capital investeras i bolagens tidigare faser jämfört med private equity. (Nyman, 2002).



(Bild hämtad från SVCA, 2012)

Definitionen av hur tillväxt ska mätas skiljer sig åt mellan olika branscher. För företag som är kapitalintensiva, exempelvis tillverkningsföretag, är det lämpligt att mäta tillväxten i ökade tillgångar. För serviceföretag, som inte har lika mycket kapital, kan personalökning vara ett bättre mått på tillväxt. Ett av de mer lämpliga måtten som kan användas oavsett bransch kan vara att mäta försäljningsökning. (Laurence et al, 1998).

Nystartade bolag eller företag som befinner sig på idéstadiet kännetecknas enligt Damodaran (2010) av, låga eller icke-existerande intäkter samt total avsaknad av historik och där bolagsvärdet endast består av den förväntade framtida tillväxten. Företag som befinner sig i snabb expansionsfas kännetecknas av ökande intäkter, begränsad historik och att bolagsvärdet fortfarande till stor del består av den förväntade framtida tillväxten. Damodaran (2010) illustrerar företagets livscykel enligt bilden nedan:

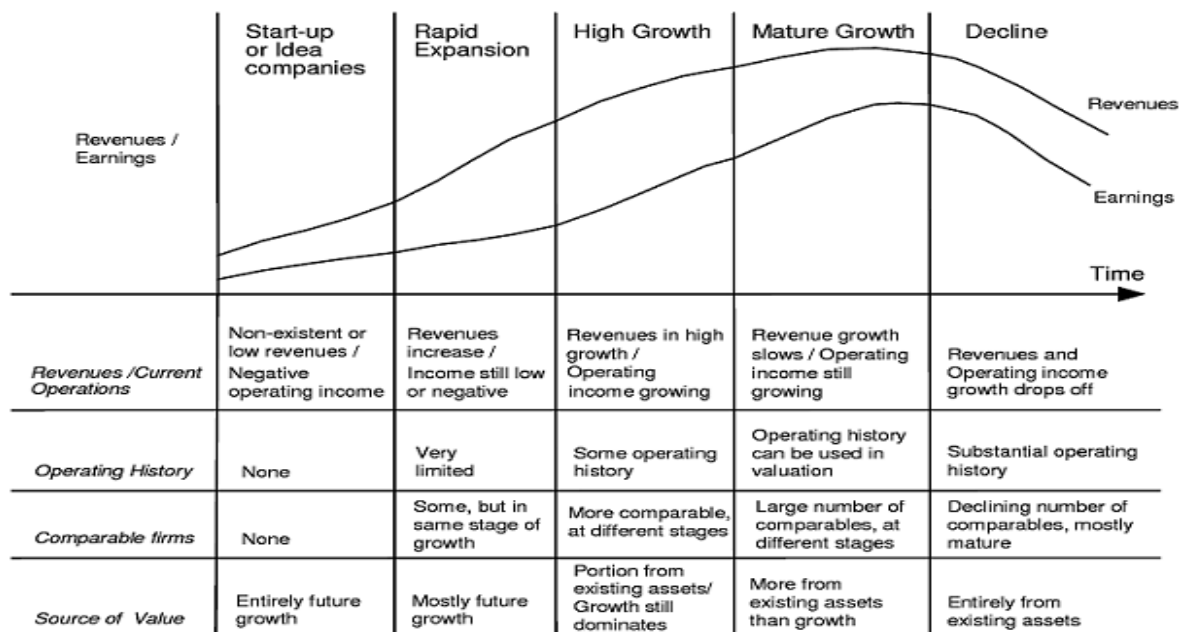


Bild hämtad från Damodaran (2010).

De två första faserna "Start-up or Idea companies" och "Rapid Expansion" i ovanstående bild (Damodaran 2010), kommer fortsättningsvis i uppsatsen att kallas för tillväxtbolagens tidiga skeden eller uppstartsfas.

Definitionen på ett företags värde kan enligt Damodaran (2010) avgöras av företagets framtida vinster. Det är framtida vinster som kan delas ut till aktieägarna och som ger avkastningen på det satsade kapitalet.

1.3 Problemdiskussion

För en investerare som är intresserad av att investera i ett tillväxtbolag kan det vara problematiskt att göra en korrekt värdering av företaget. Ofta saknas historisk data då tillväxtbolagen är i uppstartsfasen. Eftersom historisk data så som resultat och balansräkning helt eller delvis saknas behöver investeraren värdera andra faktorer i bolaget. Då det råder brist på finansiella nyckeltal blir de subjektiva bedömningarna av återstående värdeskapande faktorer mer betydelsefulla. När hela eller andelar av tillväxtbolag ska värderas försvåras bedömningen av att det saknas mätbara faktorer.

Eftersom att det är hög risk att investera i tillväxtbolagens tidiga skeden är det många investerare som väljer att avstå. Det finns problem med att många riskkapitalbolag väljer att inte investera i så tidiga skeden eftersom det är dessa företag som ska växa, bli större och ge Sverige tillväxt. Utan investeringar i de tidiga skedena riskerar tillväxtbolagen att inte överleva.

När en investering ska ske, baseras ofta värderingen på framtida förväntningar. Framtiden är dock svår att prognosticera vilket innebär svårigheter när värdering av tillväxtbolag ska göras. Många framtidsprognoser görs med hänsyn tagen till tidigare resultat, och när denna information är knapp blir framtidsprognoserna mer osäkra.

1.4 Forskningsfråga

Ovanstående problemdiskussion och formulering leder fram till följande forskningsfråga:

Hur värderas tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden, i praktiken?

1.5 Syfte

Syftet med forskningen är att undersöka hur värdering av onoterade tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden på den svenska marknaden kan gå till i praktiken. Vidare granskas hur venture capitalbolag arbetar för att kunna göra lyckade investeringar. Granskningens syfte är att identifiera om det finns några likheter eller skillnader mellan litteratur och praktik.

1.6 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till att undersöka hur värdering av onoterade tillväxtbolag som befinner sig i ett tidigt skede på den svenska marknaden kan gå till. Forskningen intar en investerares perspektiv och bolagen ska befinna sig i en uppstartsfas. Eftersom uppsatsen är skriven ur ett investerarperspektiv kan detta påverka analys och resultat. Empirikapitlet består av en sammanfattning av sju intervjuer varav majoriteten är aktiva investerare och representerar venture capitalbolag. Referensramen begränsas till teori som är applicerbar på tillväxtbolagens uppstartsfas.

1.7 Relevans

Forskningen till denna uppsats bygger på en tidigare studie som pekat på att vårt område är relevant: *Värderingsmodeller för tillväxtbolag - en utvärdering av teoretiska värderingsmodeller lämplighet vid värdering av tillväxtbolag (2010)*. Syftet med den tidigare rapporten var att undersöka hur värdering av tillväxtbolag bör ske genom att jämföra olika värderingsmetoders lämplighet. Författarna till denna studie lämnar förslag på vidare forskning: att jämföra teoretiska värderingsmodeller för tillväxtbolag med hur det går till i praktiken.

Eftersom många större riskkapitalbolag väljer att inte investera i tillväxtbolagens uppstartsfaser (Linder, 2011) minskar sannolikheten till företagets tillväxt då de är beroende av kapital (EU kommissionen, 2011). Tillväxtbolagen står för en stor del av Europas ekonomiska välfärd, därmed behövs det en fungerande marknad för att investeringar i tillväxtbolagen ska bli enklare och mer effektiva. En tänkbar åtgärd för att komma ur den ekonomiska kris som Europa befinner sig i är att underlätta för tillväxtbolag i uppstartsfaser att få tillgång till Venture Capital.

I litteraturen beskrivs och förklaras många värderingsmetoder för tillväxtbolag. Uppsatsen bidrar med att komplettera litteraturen med hur värderingsmetoderna kan appliceras av investerare i praktiken. Uppsatsen beskriver även andra faktorer som kan vara av stor betydelse vid värdering av tillväxtbolag.

Uppsatsen kan vara intressant för de venture capitalbolag som investerar i tillväxtbolags tidiga skeden, entreprenörer som driver tillväxtbolag och vill ha venture capital och för andra som är intresserade av ämnet.

1.8 Disposition

Kapitel 1 inleder uppsatsen med bakgrund, definitioner, problemdiskussion och formulering, syfte, perspektiv, avgränsningar och relevans.

Kapitel 2 behandlar vilka metoder som använts i forskningen och motivering till valet av metod. Vidare beskrivs urvalet av litteratur, artiklar och valet av intervjupersoner. Avslutningsvis sker en diskussion om uppsatsens reliabilitet och validitet.

I kapitel 3 redovisas referensramen där det ges en inblick i de problem som existerar med att göra en värdering av tillväxtbolag. Vidare beskrivs de vanligaste modeller som investerare använder sig av vid värdering av tillväxtbolag.

I kapitel 4 presenteras empirin som består av en sammanställning av sju intervjuer varav fem med investerare, en med revisor och en före detta bankman.

Kapitel 5 består av analysen som är en jämförelse mellan teori och empiri.

I kapitel 6 presenteras uppsatsens slutsats som består av resultat och förslag till vidare forskning.

2 Metod

Metodkapitlet redogör för uppsatsens genomförande som inkluderar val av metod och angreppssätt, val av teoretisk referensram, materialinsamling, presentation av insamlat material och avslutas med en diskussion om forskningens reliabilitet och validitet.

2.1 Val av metod och angreppssätt

För att kunna besvara uppsatsens forskningsfråga behövs en djup förståelse av värderingsprocessen och dess olika moment där fokus kommer att ligga på värderingsmetoderna. För att uppnå en helhetsbild av värderingsproblematiken och förstå komplexiteten av värderingsprocessen i praktiken utförs därför ett antal djupgående intervjuer. Genom att ta del av praktikers erfarenheter kan empiri tillsammans med teori ge ett mer innehållsrikt och trovärdigt underlag för analys. Intervjuerna förväntas även ge möjlighet till förståelse och fördjupning i respondenternas kunskaper inom området. Syftet med uppsatsen kan därmed uppfyllas.

En alternativ metod hade varit att konstruera enkäter för att få en större mängd empiriskt material och således kunna dra mer generella slutsatser. Dock gjordes bedömningen att denna form inte skulle ge uppsatsen det djup som krävs för att besvara problemformuleringen. Istället får uppsatsen djupare innehåll tack vare kvalitativa intervjuer.

Avsikten med uppsatsen är inte att lösa de problem eller hinder som kan uppstå i samband med en värdering utan snarare att få en inblick i hur mindre onoterade tillväxtbolag kan värderas i praktiken.

Uppsatsens metod kan ses som kvalitativ med ett deduktivt angreppssätt. Enligt Backman (1998) innebär en kvalitativ metod att man riktar intresset mot hur intervjupersonerna tolkar och formar sin verklighetsbild. En kvalitativ metod syftar till att skapa förståelse om ett fenomen, där tyngden läggs på detaljer, nyanser och det unika hos varje uppgiftslämnare (Jacobsen, 2002). Två fördelar med en kvalitativ studie är att den ger stor frihet och flexibilitet vilket gör att informationen kan bli mer djupgående (Backman, 1998). Med ett deduktivt angreppssätt menas att forskarna först skaffar sig vissa förväntningar om ett ämne och därefter samlar in empiri för att se om förväntningarna stämmer överens med verkligheten (Jacobsen, 2002; Backman, 1998).

2.2 Val av referensram

Uppsatsen inleddes med en bred granskning av litteratur inom företagsvärdering. Avsikten var att få en generell bild av vilka värderingsmetoder som vanligtvis förekommer i litteraturen. Investeringsprocessen och teorin om att värdera tillväxtbolag utforskades för att få kunskap om hur det påverkar värderingsmomentet. Utifrån den breda granskningen valdes den teori som litteraturförfattarna ansåg vara applicerbar på onoterade tillväxtbolag i tidigt skede. Litteratur om allmän företagsvärdering har använts då det inte fanns litteratur för tillväxtbolag i tidiga skeden. Därefter gjordes mer specifika sökningar efter vetenskapliga artiklar och rapporter som behandlade värderingsmetoder för tillväxtbolag. Därigenom fördjupades kunskaperna inom ämnet.

Resultatet av litteraturgranskningen ledde till identifieringen av fyra metoder för värdering av tillväxtbolag eftersom alla nedanstående metoderna är applicerbara på tillväxtbolag som befinner sig i uppstartsfas:

- *Venture Capital metoden* (Terry et al, 2004)
- *Jämförande värdering* (Terry et al, 2004, Damodaran 2010, Copeland & Murrin, 2000, Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige (2002), Seppä & Laamanen, 2001)
- *Kassaflödesanalys* (Terry et al, 2004, Copeland & Murrin, 2000, Kungl. IVA, 2002, Seppä & Laamanen, 2001)
- *Förnuftsvärdering* (Kungl. IVA, 2002)
- *Realoptionsanalys* (Mun, 2006)

Följaktligen valdes att inte redogöra för de mer traditionella värderingsmetoderna som exempelvis substansvärdering. Substansvärdering är en metod som utgör en skattning av företagets värde utifrån dess tillgångar och skulder genom att beräkna dess nettovärde (Nilsson et al, 2002). Nystartade bolag saknar ofta betydande tillgångar och skulder, därför blir metoden inte relevant för uppsatsen.

Den teoretiska referensramen baseras till stor del på böcker och vetenskapliga artiklar som utgår från den amerikanska riskkapitalbranschen. Då amerikansk litteratur använts till stor del kan detta kritiseras eftersom uppsatsen bland annat avgränsas till svenska tillväxtbolag. Orsaken till valet av litteratur beror på att den svenska litteraturen är begränsad i förhållande till den amerikanska.

Tanken med valet av litteratur är, förutom ovan angivet, att lättförståeligt beskriva de mest förekommande värderingsmodellerna samt skildra dess för- och nackdelar. Teorin är inhämtad via Göteborgs Universitet biblioteks databaser samt med hjälp av Google Scholar. De sökord som använts, enskilt eller i kombination med varandra är: “*valuation*”, “*early-stage*”, “*companies*”, “*unlisted*”, “*methods*”, “*due diligence*”, “*venture capital*”, “*investment*” *investment-process*” och “*growth*”.

2.3 Empirimaterial

Empirin innehåller sju personliga intervjuer där respondenterna främst är aktiva aktörer inom den svenska venture capitalbranschen och inkluderar även personer som verkar inom bank och revision. Valet av intervjuerpersoner illustrerar olika synsätt och flera infallsvinklar vilket kan ge uppsatsen en större tyngd och ökad trovärdighet. Inför urvalet av bolag gjordes kartläggning av bolag som investerar i svenska tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden. Information om bolagen hittades via deras hemsidor och valdes efter geografiskt område, tillgänglighet, kunskap inom området och de som bäst skulle kunna uppfylla uppsatsens syfte. De investerare som intervjuats har befattningar som grundare av de bolag de är verksamma i eller investment managers. Detta kan öka empirimaterialets relevans.

Venture capitalbolagen som valdes ut var InnovationsKapital, Innovationsbron, Entreprenörskapital och Sjätte AP-fonden. De tre förstnämnda bolagen värderar och investerar endast i nystartade tillväxtbolag. Det sistnämnda bolaget har tidigare investerat i denna kategori av bolag men gör det inte längre på grund av den höga risken och andra interna investeringsstrategier. Valen av bolag kan därmed anses vara relevanta för att uppfylla uppsatsens syften och besvara dess problemformulering.

Övriga respondenter som kontaktats och intervjuats är två konsulter i branschen. En auktoriserad revisor på Acrevi Revision och en värderingskonsult på Stonelot AB med erfarenhet av bank och revision. De avviker sig från de övriga fem respondenterna genom att de inte själva investerar i tillväxtbolag. De är med och värderar men utifrån syftet att bistå med kunskap för köpare eller säljare.

Ambitionen med urvalet av respondenterna var att deras svar skulle kunna representera en betydande del av branschen. Dock består det empiriska materialet endast av ett fåtal intervjuer där dessutom två av intervjuerna skett med respondenter från samma venture capitalbolag. Intervjuerna har skett med bolag som endast är lokaliserade i Göteborgsområdet vilket kan ge en begränsad bild av hur svenska onoterade tillväxtbolag kan värderas i praktiken. Däremot investerar venture capitalbolagen i företag som är verksamma i hela Sverige.

Intervjuformulären gjordes i två uppsättningar. En uppsättning som skulle besvaras av de respondenter som var investerare och en uppsättning för de som var konsulter. Främsta anledningen till att frågorna anpassades berodde på att respondenterna verkar inom olika branscher och därmed kan ha olika syften med värderingen. Dock behölls möjligheten för att kunna jämföra svaren och därför ändrades inte huvudfrågorna. Ambitionen var att frågorna skulle vara av öppen karaktär för att respondenterna inte skulle påverkas av oss som intervjuare, vilket även är att föredra i en kvalitativ undersökning (Bryman, 2011). Under intervjuens gång ställdes följdfrågor för att få konkreta exempel och förtydliganden.

2.4 Presentation av insamlat material

I empiridelen presenteras en sammanställning av materialet från intervjuerna. Istället för att redogöra för materialet från varje enskild respondent presenteras samtligas svar inom det område som utformades innan intervjun. En sammanställning av svaren underlättar för läsaren vid jämförelse av teori och empiri.

I empiridelen framgår det inte vem av respondenterna som uttrycker vad, därför kan kritik riktas mot sättet att presentera det insamlade materialet.

Anledningen till att presentera det empiriska materialet på ovan nämnda sätt beror på att respondenternas bakgrund och befattning anses mindre relevant för att besvara problemformuleringen. Dessutom gjordes bedömningen att en sammanställning av svaren inom uppsatsens område skulle ge läsaren en tydligare och mer strukturerad bild av det empiriska materialet och därmed underlätta för vidare läsning.

2.5 Reliabilitet och validitet

Reliabiliteten i uppsatsen är svår att bedöma av flera orsaker. En av orsakerna är att inledningen refererar till flera källor som kan anses vara partiska till riskkapitalbranschens fördel. Dessa källor har använts till att definiera begrepp och för orientering inom riskkapitalbranschen. En annan orsak är att det vid intervjutillfället lämnades utrymme att frångå intervjuformuläret. Intervjuerna ansågs bli mer belysande om kompletteringsfrågor ställdes till varje respondent. Dessutom föregicks intervjuerna av en omfattande litteraturgranskning vilket kan ha påverkat frågorna under intervjun. För att öka reliabiliteten och öka kvaliteten på det empiriska materialet bandades varje intervju. Intervjuerna dokumenterades ordagrant. Sedan jämfördes anteckningar och intryck för att undvika

missuppfattningar och tolkningsfel. Vid ett par tillfällen kontaktades respondenterna i efterhand för att ge förtydliganden eller ytterligare förklaringar.

Validiteten hade blivit högre med fler intervjuer och även respondenter som representerar venture capitalbolag från olika delar av landet. Respondenterna i uppsatsen är ofta positiva till riskkapitalbranschen, därför blir empirimaterialet vinklat till branschens fördel. Hade empirimaterialet kompletterats med intervjuer med personer som är kritiska till riskkapital hade validiteten i uppsatsen kunnat öka. Uppsatsen kan ändå ge läsaren en ökad förståelse om värdering av tillväxtbolag i praktiken.

3 Referensram

Referensramen inleds med en beskrivande del för investeringsprocessen och allmänt om värdering av tillväxtbolag. Därefter följer fem vanliga värderingsmodeller av tillväxtbolag, nämligen: förnuftsvärdering, jämförande värdering, kassaflödesvärdering, Venture Capital metoden och realoptionsanalys.

3.1 Investeringsprocessen

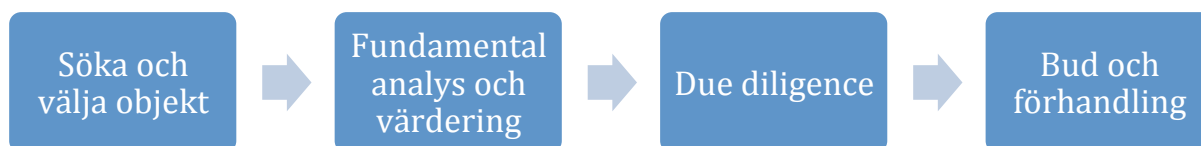
Investeringsprocessen kan ofta börja med att en entreprenör behöver kapital för att få sitt bolag att växa. Entreprenören upprättar en affärsplan som kan innehålla bolagets affärsidé, företagsmål, kapitalbehov och beräkningar om framtida avkastning. Affärsplanen presenteras därefter för investerare som bolaget kan tänka sig som passande delägare (Nyman, 2002). Mindre än fem procent av entreprenörerna som presenterar sina affärsplaner får investering och mindre än en procent får investering i ett tidigt skede (Terry et al, 2004).

Vid en lyckad presentation av företagets affärsplan följer diskussioner där investerarna utvärderar entreprenören (Nyman, 2002). Vidare görs en företagsvärdering som indikerar ett värde på bolaget. Är parterna överens om att gå vidare i processen efter att värderingen på bolaget är gjord görs en djupare undersökning av bolaget, kallat due diligence. I en due diligence analyseras bolagets externa och interna uppgifter (Nilsson et al, 2002). Uppgifterna i due diligence är till viss del tillgängliga för allmänheten medan en del är företagshemligheter. Har investerarna de kunskaper som behövs, görs denna analys ofta utan hjälp från konsulter eller dylikt. Vanligtvis anlitar bolaget dock jurister, revisorer och konsulter vid analysen av bolaget. Orsaken till att en due diligence genomförs är för att köparen ska kunna fastställa om företagsvärderingen som gjorts tidigare är rimlig (Nyman, 2002). Analysen görs för att synliggöra de risker som finns med investeringen. Det finns en mängd olika områden som en due diligence omfattar, de två vanligaste behandlar juridiska- och finansiella aspekter (Nilsson et al, 2002).

- Vid en juridisk due diligence analyseras till exempel avtal, patent och tvister.
- Vid en finansiell due diligence granskas till exempel bolagets lönsamhet, finansiella ställning och värde (Nilsson et al, 2002).

När företagsbesiktningen är klar används den tillsammans med de värderingsmodeller som gjorts tidigare för att förhandla om priset på bolaget (Nilsson et al, 2002). Faller även detta väl ut ingår bolaget och investeraren ett avtal. I normalfallet tar investeringsprocessen tre till sex månader men kan bli både längre och kortare (Nyman, 2002). När avtalet är slutet går riskkapitalbolaget in med investeringen och blir delägare. Som delägare kan exempelvis riskkapitalbolaget ta en plats i styrelsen. Oftast vill dock riskkapitalbolagen inte beblanda sig för mycket i bolagets dagliga drift, om de inte tycker det är nödvändigt (Tyzoon & Albert, 1984). Tre till fem år efter gjord investering vill vanligtvis riskkapitalbolagen göra en så kallad exit, vilket innebär en avyttring av bolaget (Nyman 2002, Kungl. IVA 2000). Avyttringen kan ske på olika sätt men målet är oftast en industriell försäljning eller en börsnotering (Nyman, 2002).

Nilsson et al (2002) illustrerar en förenklad bild av investeringsprocessen enligt nedan.



3.2 Värdering av tillväxtbolag

Att värdera ett tillväxtbolag i tidigt skede är sällan en lätt uppgift. Värderingen är svår på grund av att tillväxtbolag ofta saknar historisk data så som ekonomiska analyser. Det går med andra ord inte att på ett förenklat sätt eller med endast en metod analysera dessa företag med hjälp av bokfört värde. Det finns inga perfekta värderingsmetoder för värdering av tillväxtbolag i tidiga skeden men en del infallsvinklar/ metoder finns tillgängliga (Terry et al, 2004). Åtta av tio investerare anser att bedömningen av tillväxtföretagaren är den avgörande faktorn vid ett beslut om att investera i ett ungt tillväxtföretag. De vanligaste förekommande värderingsmodellerna för medel- och stora bolag är svåra för investerarna på riskkapitalmarknaden att använda sig av på grund av bristen på historiska resultat i tillväxtbolagen (Kungl. IVA, 2002).

3.3 Värderingsmodeller

3.3.1 Förnuftsvärdering

Vid värdering av ett ungt tillväxtbolag är entreprenören och dennes affärsplan de två första sakerna en investerare bedömer som ligger till grund för en första värdering, även kallat förnuftsvärdering av Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige (2002). Förnuftsvärdering anses som en av de metoder som används medvetet eller omedvetet av investeraren. Det är investerarens personliga egenskaper och kunskaper som är avgörande för hur tillförlitlig förnuftsvärdering är eftersom metoden är förmlös. På grund av att historisk data ofta är knapphändig i tillväxtbolag är förnuftsvärderingen ett viktigt moment för investeraren (Kungl. IVA, 2002).

Företagsvärdering av tillväxtbolag handlar mycket om att förutspå framtiden och därför blir förnuftsvärderingen beroende av hur investeraren bedömer entreprenören samt vad denne hittills har byggt upp. Till sin hjälp för att försöka förutspå framtiden har investeraren entreprenörens affärsidé och affärsplan (Kungl. IVA, 2002). Enligt Klonowski (2007) är affärsplanerna ofta bristfälliga vilket leder till att många riskkapitalister inte investerar i dessa bolag.

Några nyckelord för framgångsrika tillväxtföretagare kan enligt många investerare vara så som: utbildning, erfarenhet, social kompetens, entusiasm, målmedvetenhet, öppenhet, ödmjukhet, tydlighet och realism (Kungl. IVA, 2002).

Tillväxtbolag är i de allra flesta fall beroende av personerna som driver företaget. Det är därför viktigt att de ledande personerna i bolaget både har hög motivation och god kompetens. Motivation kan ses dels ur finansiellt perspektiv dels i trivseln på bolaget. Kompetensen kan mätas genom att titta på hur hög utbildning personerna har och hur länge de varit verksamma i branschen (Tolleryd & Frykman, 2000). Erfarenhet är viktigt för en entreprenör eftersom den

ofta skapar affärsidéer. Det gör att unga entreprenörer måste ha något extra för att investerarna ska bli intresserade (Nyman, 2002).

De vedertagna värderingsmodeller som finns är svåra att använda sig av för de investerare som satsar kapital i tillväxtbolagens tidiga skeden på grund av bristen på historiska resultat. Därmed blir förnuftsvärderingen en viktig modell för investeraren (Kungl. IVA, 2002).

3.3.2 Jämförande värdering

Jämförande värdering även kallad multipel, nyckeltal eller relativvärdering beräknar ett företags värde med utgångspunkt av ett eller flera jämförbara företag. Värdet uppskattas därmed genom att studera hur marknaden prissätter liknande eller jämförbara tillgångar (Nilsson et al, 2002). Enligt Nilsson et al (2002) behövs följande information för att genomföra en jämförande värdering:

- Ett jämförelseobjekt i form av ett eller flera liknande företag
- En beräknad prismultipel som har en jämförelsevariabel
- Information som möjliggör justeringar för skillnader om företagen inte är perfekt jämförbara

Terry et al (2004) redogör för två olika tillvägagångssätt vid en jämförande värdering. Det första är att jämföra priset vid en försäljning av ett eller flera jämförbara företag som underlag för en värdering. Denna form av jämförande värdering förutsätter att företaget befinner sig på ett nära avstånd från det bolag som ska värderas samt att försäljningen sker inom rimlig tid från det att värdering görs. Det andra sättet innebär att jämföra liknande bolags multiplar. Bolagen måste vara jämförbara och värderaren ska bland annat kunna beakta bolagens riskkaraktär, typ av produkt, geografiska område, storlek och finansiella historik (Terry et al, 2004). EBITDA (rörelseresultat före räntor, skatt, amorteringar och avskrivningar) är en vanligt multipel som används vid jämförande värdering (Damodaran, 2010).

Resultat, bokförda värden och lönsamhet är traditionella mått som kan användas vid en jämförande värdering. Dessa mått kan dock vara problematiska att använda vid en jämförande värdering av tillväxtbolag. Eftersom denna typ av bolag befinner sig i den tidiga fasen av ett företags livscykel och oftast redovisar förluster kan exempelvis inte vinstmultiplar beräknas. Dessutom har tillväxtbolag enbart varit verksamma i en begränsad tid och därmed ger inte det bokförda värdet en rättvisande bild av hur mycket kapital som, i verkligheten, investerats i bolaget. Av samma anledning är det svårt att uppskatta bolagets intäkter eftersom tillväxtbolag vanligtvis inte genererar intäkter i den fasen av livscykeln (Damodaran, 2010).

3.3.3 Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalys även kallat kassaflödesvärdering, nuvärdesberäkning och Discounted Cash Flow Valuation (DCF – värdering) är en vanlig metod för företagsvärdering. Kassaflödesvärdering utgår från att en investering är värd summan av framtida fördelar till ägaren. Den lämpar sig att användas när man förväntar sig att framtida kassaflöden kommer att variera jämfört med nuvarande kassaflöden. Metoden är därför användbar för att värdera nystartade företag. Det är dock viktigt att dessa framtida kassaflöden på ett rimligt sätt kan beräknas. (Terry et al, 2004).

Kassaflödesvärdering går ut på att nuvärdesberäkna ett företags framtida kassaflöden genom att diskontera de förväntade framtida kassaflödena. Ett företags kassaflöde är de likvida medel som finns kvar och kan delas ut till ägarna när räntor, eventuella investeringar och andra finansiella skyldigheter är betalda. Detta kallas då för ett företags fria kassaflöde (Nilsson et al, 2002)

Enligt Damodaran (2002) beräknas det fria kassaflödet på nedanstående sätt:
fritt kassaflöde till företaget = rörelseresultat före finansiella poster x (1-bolagsskatten) + avskrivningar – investeringar – förändringar i rörelsekapital.

Nuvärdesberäkningen av ett företags kassaflöden kräver att de diskonteras, därmed behöver en diskonteringsränta bestämmas, detta kallas även för avkastningskrav (Nilsson et al, 2002). Diskonteringsräntan beror på hur stor risken är med investeringen, det vill säga att ju större risken är ju högre diskonteringsränta (Damodaran 2002). Tillväxtbolag har en tendens att värderas optimistiskt vilket kan motivera en högre diskonteringsränta för att bli lägre värderade (Terry et al, 2004).

Vid beräkning av diskonteringsräntan kan man använda sig av en mängd olika metoder, varav en av de vanligaste är WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC är ett medeltal av kapitalkostnaden. För att använda sig av denna metod behövs dock information om riskpremier som ofta inte existerar för tillväxtbolag (Tolleryd & Frykman, 2000). Tolleryd & Frykman (2000) använder sig då istället av en marknadsbaserad kalkylränta = riskfri ränta + marknads riskpremie. Tillväxtbolag har en större investeringsrisk än ett företag på aktiemarknaden därför ökas den beräknade marknadsbaserade kalkylräntan med ett antal procent. Det är svårt att generalisera en bestämd nivå på kalkylräntan. Kalkylräntor som ligger på 15 procent eller därunder används då tillväxtbolaget anses vara ett lågriskprojekt och över 25 procent vid högriskprojekt. Ett riktmärke kan därför vara på nivåer mellan 15 och 25 procent (Tolleryd & Frykman, 2000). Detta gör att diskonteringsräntan är den mest subjektiva delen när man beräknar ett tillväxtbolags kassaflödesvärde (Terry et al, 2004).

Det finns flera olika varianter av kassaflödesvärdering, nedan presenteras en förenklad modell av Damodaran (2002):

$$Value = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t = förväntat kassaflöde vid tiden t

r = diskonteringsräntan

N = tillgångarnas livslängd

Fördelen med kassaflödesvärdering är att den är applicerbar på växande bolag som ofta har låga vinster. Kassaflödesanalys ger då en mer rättvisande bild i jämförelse med till exempel substansvärdering eller en resultatbaserad avkastningsvärdering eftersom dessa metoder kan ge för lågt värde (Lunden & Ohlsson, 2007)

Metoden är dock inte fri från problem. Ett företag med stora fria kassaflöden är inte ett tillräckligt säkert välfärdstecken och därmed riskerar bolaget att övervärderas. En orsak till stora kassaflöden kan bero på bristande framtida investeringar, vilket kan leda till minskade

intäkter i framtiden (Lunden & Ohlsson, 2007). Bolag som befinner sig i en uppstartsfas har ingen eller begränsad historik (Damodaran, 2010) vilket kan leda till att metodens utfall blir mindre trovärdig (Terry et al, 2004).

3.3.4 **Venture capitalmetoden**

Venture capitalmetoden är en förenklad metod av kassaflödesvärdering och kan förklaras med tre steg. Första steget innebär att man enbart kan förvänta sig ett kassainflöde vid en eventuell exit. En exit kan vara antingen börsintroduktion eller försäljning av hela eller delar av bolaget till private equity-marknaden. I ett andra steg används värderingsmultiplar av börsnoterade företag i samma bransch för att uppskatta ett exit-värde. Exit-värdet används slutligen i steg tre då det ska diskonteras med en önskad diskonteringsränta. Diskonteringsräntan varierar beroende på i vilken fas företaget befinner sig och i vilken bransch det verkar i. Vanliga nivåer brukar ligga mellan 35-55 procent men om företaget är i ett mycket tidigt skede och/eller är ett högrisk företag är det vanligt med diskonteringsräntor på upp emot 80 procent. (Terry et al, 2004).

3.3.5 **Realoptionsanalys**

Realoptionsanalys är nära besläktad med traditionell nettonuvärdesanalys. Ett positivt nettonuvärde kan ligga till grund för investering utan att investeraren tagit hänsyn till värdet av flexibilitet eller osäkerhet (Mun, 2006). Realoptionsanalys är ett hjälpmedel för att inkludera dessa faktorer. Företag har möjligheten eller alternativet att antingen utöka, minska eller överge framtida projekt (Damodaran, 2010). Värderingen på en framtida investering påverkas av ledningens strategiska val, realoptionsanalysen är således en metod för att kvantifiera och prissätta ledningens olika valmöjligheter (Mun, 2006).

Det kan dock vara problematiskt att identifiera de olika valmöjligheterna och sätta ett värde på de olika alternativen. Därutöver måste man uppskatta sannolikheten och tidsperspektivet vilket gör att utfallen får flera olika resultat (Damodaran, 2010).

4 Empiri

I empirikapitlet presenteras en sammanställning av sju intervjupersoners resonemang angående värdering av tillväxtbolag. Empirin består av följande fem delar: definition av ett företags värde, svårigheter med värdering av tillväxtbolag, processen från första kontakt till exit och vilka värderingsmetoder som används.

4.1 Ett företags värde

Respondenterna hade olika definitioner på ett företags värde. Däremot menade majoriteten av respondenterna att ett företags värde är vad en framtida köpare är beredd att betala för företaget. Respondenterna motiverade detta med att deras avsikt är att sälja bolaget till andra riskkapitalaktörer eller industribolag när företaget har nått en mer mogen fas. Två investerare nämnde att, om man kan man investera i ett företag som går att utveckla så att ett strategiskt värde byggs upp för en köpare, är det mer värt än vad man kan utläsa ur de finansiella rapporterna. Exempel på strategiskt värde kan vara distributionskanaler och/ eller kompletterande produkter som köparna kan dra nytta av i framtiden.

Majoriteten av investerarna tyckte inte att de framtida kassaflödena var en tillräckligt bra definition på ett företags värde. Skillnad i svar fick vi från de intervjuer som hölls med konsulterna. Båda konsulterna uttryckte att ett företags värde enbart avgjordes av de beräknade framtida kassaflödena. En av investerarna menade istället att, ett företags värde till stor del beror på vilka skyddspositioner företaget har, som till exempel patent och företagshemligheter tillsammans med vilken position bolaget har på marknaden.

Entreprenörens kunskaper och innovationsförmåga spelar även stor roll vid definitionen av ett företags värde i uppstartsfasen enligt samtliga respondenter. Samtliga investerare ville bli minoritetsägare i bolagen med en ägarandel mellan 10 och 49 procent. Minoritetsintresset från investerarna beror på att de vill ha kvar entreprenören som operationellt ansvarig. Entreprenören blir därmed en stor del av bolagets värde.

4.2 Svårigheter med värdering av tillväxtbolag

Det finns flera svårigheter med värdering av tillväxtbolag enligt respondenterna. Problemen ligger i att tillväxtbolag ofta har kort historik och därmed finns det lite finansiell information att använda sig av. Traditionella värderingsmetoder blir därför mindre använda vid investeringar i tillväxtbolagen. Som exempel nämndes svårigheter med att beräkna framtida kassaflöden och omsättning då den finansiella historiken är knapp.

Innan en investering sker skall värdering av entreprenören, affärsplanen och affärsidén göras. Samtliga respondenter anser att detta är en svår del av värderingen. Investerarna granskar entreprenörens egenskaper så som: kunskap, utbildning, drivkraft, erfarenhet, pålitlighet, realism, framtidsambition, innovationsförmåga och personlighet som alla är egenskaper som är svåra att bedöma på kort tid. De mjuka faktorerna är enligt majoriteten de viktigaste eftersom företaget har kort historik. En annan anledning till varför entreprenören är viktig är att denne fortfarande ska vara majoritetsägare i företaget och bedriva den dagliga driften enligt investerarna. En av investerarna säger att de hellre investerar i ett företag med en bra entreprenör och sämre affärsidé än i ett företag med bra affärsidé och sämre entreprenör.

Marknaden är alltid viktig att analysera. Beroende på vilken marknad ett eventuellt investeringsföretag ska verka inom behöver investerarna kunskap. Samtliga venture capitalbolag granskar flera hundra företag årligen, därmed blir antalet marknadsanalyser många. Marknaderna är alltid svåranalyserade då även dessa analyser handlar om att förutspå framtiden. Det är därför svårt att veta om tillväxtbolaget kommer att få den tillväxt som man tänkt sig.

Alla investerarna vill sälja bolaget vidare när det blivit mer stabilt och investerarna har uppnått sitt avkastningskrav. Respondenterna påpekade dock att det är svårt att beräkna hur lång tid denna process kommer ta eftersom man inte vet hur företaget kommer att utvecklas på marknaden. Beroende på vilken tillväxtökning bolaget uppnår, har bolaget olika kapitalbehov som är svåra för investerarna att förutse när tillväxtresan börjar.

4.3 Processen från första kontakt till exit

Två av investerarna uttalade sig om relevansen av att ha ett stort urval av tillväxtbolag att välja mellan innan den första kontakten sker. Vanligt är att investerarna analyserade cirka 500 olika företag årligen som ligger i linje med vilken typ av företag man vill investera i. Det är för det mesta företag som själva söker sig till venture capitalbolagen för att få möjlighet till investering och kompetens. Venture capitalbolagen letar också själva efter potentiella företag att göra affärer med genom sina kontaktnät. För djupare analyser av de potentiella företagen ska vissa grundkriterier vara uppfyllda så som bransch, geografiskt läge och hög tillväxtpotential. Med tiden sällas därmed många företag ut som inte längre passar in för investeringen. Investerarna går vanligtvis sedan in och tittar närmare på entreprenör/uppfinnare, affärsidé och affärsplan. Gemensamt för alla investerare är att entreprenören är mycket viktig samt att man känner att man kan tillföra något mer än bara kapital till företaget till exempel kunskap, kontaktnät och kompetens.

Alla investerarna nämnde att brister i management, orealistiska planer eller att priset är för högt gör att investeringar uteblir. En vanlig siffra på investeringar som sker av totalt granskade bolag är en till tio procent (ofta ner mot en procent). De venture capitalbolag som har högre avkastningskrav investerar i färre antal bolag av de som granskats.

Det sista som sker innan investeringen slutförs är att göra en så kallad Due Diligence (företagsbesiktning) och förhandling. En due diligence kan bestå av flera olika områden, nedan följer exempel från ett av venture capitalbolaget:

- Bolagsformalia
- Bank & finansiella åtaganden
- Fastighetsinnehav mm
- Anläggningstillgångar
- Avtal (allmänt)
- Försäkringar
- Immateriella rättigheter
- Anställda
- Krav och tvister
- Myndighetstillstånd och förelägganden
- Konkurrensbegränsning
- Informationsteknologi
- Miljö

-Skatter och avgifter

Efter investeringarna går alla av investerarna in med mer än bara kapital. Något som är viktigt för entreprenörerna är investerarnas kompetens och kontaktnät. Förutom kapital går investerarna ofta in i styrelsen, utför uppdrag för denna, tillhandahåller kontaktnät inom branschen och fattar företagets större beslut. Det operativa arbetet skiljer sig i venture capitalbolag. En del vill inte lägga sig i för mycket medan andra gärna är med och kontrollerar det mesta som sker och ska ske i företaget. Det kan innebära allt från anställningar, investeringar, vilka marknader man ska in på, olika nischer och organisationsfrågor. Tiden som venture capitalbolagen är med innan de gör exit varierar mycket men ofta vill man vara aktiv delägare i ett till fem år. Den avgörande faktorn för hur lång tid det tar innan exit genomförs är vad de har för avkastningskrav, då man först vill göra en exit när man uppnått avkastningskravet. När exit sker görs detta vanligtvis till större riskkapitalaktörer som investerar i tillväxtbolag i senare skeden eller till större industriföretag. Börsintroduktioner är sällsynta. När exit sker är det vanligast att hela företaget säljs, ibland är då entreprenören med i denna övergång.

I intervjuerna framgick även andra viktiga faktorer vid investeringarna. Klara skillnader finns mellan de olika venture capitalbolagen vad gäller hur de vill jobba med företagen som de investerar i. En investerare nämnde att när de granskar ett företag närmre är den kanske viktigaste faktorn för investering att hur bolaget kan utvecklas, hur det går att positionera på marknaden för exit. Det är för denna investerare lika med värdet av investeringen och de vill bara vara med under företagets största tillväxtresa. En annan investerare ser på sig själva mer som företagsbyggare. En viktig faktor är att kunna se potentialen och hur de kan vara med och bygga upp företaget från grunden för att sedan göra exit när tillväxten börjar ta fart ordentligt.

Vid exit varierar avkastningskravet på investerat kapital mellan de olika bolagen. Några bolag har högre avkastningskrav än andra. De avgörande faktorerna är enligt respondenterna bland annat risk, vilken fas företaget befinner sig i, vilken marknad företaget verkar på, vad de behöver gå in med förutom kapital, hur lång tid det tar innan exit kan ske samt om de ser en potentiell köpare när de ska göra exit. Avkastningskraven från de olika venture capitalbolagen ligger mellan 1,2 - 10 gånger totalt investerat kapital, det vill säga 20 till 1000 procent i avkastningskrav. Majoriteten av de venture capitalbolag som intervjuats har över 100 procent som avkastningskrav på totalt kapital.

Investerarnas höga avkastningskrav beror på att värderingen av tillväxtbolag är svåra och innebär en hög risk, därför går många företag i konkurs. Den höga risken, engagemang med kunskap och kontaktnät samt värderingsproblematiken är några av de viktigaste faktorerna till de höga avkastningskraven från investerarna. Ett genomsnitt för de fyra venture capitalbolagen är att omkring:

- En investering av tio blir bättre än beräknat
- Tre investeringar av tio blir som beräknat
- Två investeringar går plus minus noll
- I fyra av tio investeringar förloras allt kapital och nedlagd tid

4.4 Vilka värderingsmetoder som används

Vilka värderingsmetoder som används beror främst på i vilken fas företaget befinner sig och i vilken bransch samt på vilken marknad företaget verkar. Vidare använde sig majoriteten inte av en enskild värderingsmetod utan kombinerade de olika metoderna med varandra. Majoriteten har inte ändrat sina värderingsmetoder över tiden, däremot har vissa utvecklat och anpassat sina modeller.

Varje venture capitalbolag värderar de mjuka värdena oavsett vilket syfte de hade med värderingen. Viktiga delar är att affärsplanen är genomförbar och att entreprenören har en plan för hur företaget ska växa. Respondenterna angav att entreprenörerna var en av de viktigaste faktorerna vid en värdering. För att bilda sig en uppfattning om entreprenörernas kompetens och personlighet har man regelbundna diskussioner om företaget, produktens unicitet och marknadens potential. Ingen av respondenterna uttryckte något problem med att utvärdera personerna bakom företaget utan litade på sin egen ”magkänsla”. Något som skiljde investerarna åt vid värdering av entreprenören var syftet med investeringen. Om syftet var att göra exit inom fem år och ha kvar entreprenören som Verkställande Direktör i bolaget blir det viktigt att analysera denna. Om entreprenören i fråga inte upplevs vara kompetent nog för tjänsten blir affären annorlunda eftersom en ny verkställande direktör kommer behövas.

Samtliga respondenter använde sig av kassaflödesvärdering. Modellen ansågs lättförståelig och användbar. Alla respondenter betonade dock samtidigt att den inte är tillförlitlig som ett enskilt verktyg. Konsulterna använder sig mer av kassaflödesvärdering än investerarna och de förlitar sig även mer på metoden som värderingsmetod för tillväxtbolag. Konsulterna nämnde att kassaflödesvärdering var den värderingsmetod som gav störst trovärdighet för företagets värde. Samtliga respondenter nämnde att det finns flera svårigheter med att beräkna de framtida kassaflödena. Den största svårigheten är bristen på finansiell historik i bolagen. En av investerarna nämner att stora fria kassaflöden inte bara behöver vara positivt. En anledning till stora fria kassaflöden kan vara på grund av för få investeringar. Valet av diskonteringsränta går inte att bestämma till en generell nivå. Den baseras främst på investeringens risknivå, vilken fas företaget befinner sig i och hur de förutspår kunna positionera företaget för en försäljning. Flera av investerarna nämnde att entreprenörernas anlidade konsulter egna beräkningar ofta är för positiva. För att få ett mer korrekt värde senareläggs kassaflödena med några år och höjer samtidigt kalkylräntan.

Nuvärdesberäkningar av företagets prognostiserade totala värde använder majoriteten av investerarna. Innan investering sker i ett tillväxtbolag kan priset för investeringen avgöras med hjälp av vad man tror sig kunna sälja företaget för. Den används ofta istället för eller tillsammans med kassaflödesanalys. Om det inte är mycket kapital över i tillväxtbolagen tar aldrig investerarna utdelning innan exit är gjord.

Majoriteten av respondenterna hävdade att de ibland använder en jämförande värderingsmetod men poängterade risken med att värderingen kunde bli missvisande. Alla respondenter var överens om att denna form av värdering är mer lämplig på större bolag som prissätts på en aktiv marknad. Jämförande värdering används i större omfattning då venture capitalbolagen ska räkna på ett exit-värde för investeringen. Investerarna kan lättare jämföra tillväxtbolaget efter tillväxtresan eftersom bolaget då förhoppningsvis har en god finansiell historik.

Varje affär är unik med speciellt utformade villkor knutna till försäljningen vilket påverkar värderingen. Detta leder till att försäljningspriset kan variera kraftigt trots att bolagen verkar

inom samma bransch. De multiplar som användes vid en jämförande värdering var främst EBITDA och EBIT.

Ingen av de intervjuade använde sig av realoptionsanalys i praktiken. Däremot kände ett fåtal till själva metoden. Alla förstod metodens logik och användbarhet. Argumenten för att inte använda realoptionsanalys är främst på grund av att den anses vara för komplicerad att praktisera och är inte enkel nog att använda som verktyg vid en förhandling.

5 Analys

I analyskapitlet jämförs referensramen med empirin. Analysens disposition illustreras enligt en förenklad bild av processen som kan påverka värdering av tillväxtbolag i praktiken: identifiering, värdering, beslutsfattande, genomförande av due diligence, förhandling samt investering och slutligen tillväxtresa och exit.



5.1 Identifiering

Vanligtvis börjar investeringsprocessen med att entreprenören kontaktar investerare för finansiering av sin affärsidé eller expansion av bolaget (Nyman, 2002). Investerarna bekräftar att de blir uppsökta av entreprenörer i större utsträckning än att de behöver söka efter dem själva. Nästa steg är att identifiera de mest intressanta bolagen att investera i. I detta stadie sker en avgränsad form av förnuftsvärdering där investerarna gör en första bedömning av affärsplanen, marknadens potential och produktens unicitet. Samtliga av respondenterna väljer bolag som verkar inom branscher där de själva har kunskap och erfarenheter eftersom de då kan avgöra företagets tillväxtpotential bättre. Identifieringsfasen ger även investerarna möjligheten till en första utvärdering av entreprenörens kvalitéer och enligt respondenterna är det nu som de mindre intressanta bolagen väljs bort. Klonowski (2007) hävdar att en bristfällig och orealistisk affärsplan kan vara en anledning till varför bolag inte får finansiering, vilket respondenterna till viss del instämmer med. Respondenterna värdesätter dock entreprenörens kvalitéer högre än en välutformad affärsplan då affärsplanen går att påverka mer än entreprenören.

Enligt Terry et al (2004) får mindre än fem procent av de affärsplaner som presenteras någon investering och mindre än en procent i tidiga skeden. Enligt respondenterna är identifieringsfasen en urvalsprocess av intressanta tillväxtbolag, där även de nämner att många bolag faller bort. Ett av venture capitalbolaget uppgav att de granskar ungefär 500 tillväxtbolag per år och att investeringar endast slutförs i tio av dessa, två procent. Identifieringsstadiet ger investerarna ett första underlag för den mer omfattande värdering.

5.2 Värdering

Förnuftsvärdering är det som ligger till grund för en värdering (Kungl. IVA, 2002) vilket även tydligt framgår av det empiriska materialet. Samtliga respondenter betonade vikten av en väl genomarbetad affärsplan som är tydlig och trovärdig. Det var tydligt att denna metod används oberoende av syfte, marknad eller vilken fas bolaget befinner sig i. Investerarna förlitade sig på sina egna erfarenheter och sin egen ”magkänsla” när man utvärderade entreprenörer. Det är tydligt att värderingen påverkas av entreprenörens kvalitéer, i likhet med teorin var egenskaper som kunskap, utbildning, drivkraft, erfarenhet, realism, och personlighet viktiga faktorer vid värdering av entreprenören. Respondenterna var tydliga med att detta är en svår del i processen, ändå är det oftast bara en person som värderar entreprenören vid första tillfället. Förnuftsvärderingen är formlös (Kungl. IVA, 2002) och på grund av det, är det svårt

att precisera ett konkret värde för bolaget genom att enbart använda sig av denna metod. Utvärderingen av entreprenören är något som sker genom investerarens subjektiva bedömningar och pågår under hela processens gång.

Enligt Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige (2002) kallas processen då värdering av entreprenören ska göras för förnuftsvärdering. Ingen av respondenterna använder sig av begreppet förnuftsvärdering. Tydliga likheter finns mellan hur förnuftsvärdering beskrivs i teorin och hur respondenterna praktiserar detta i verkligheten.

Sammanfattningsvis är förnuftsvärdering grunden för värdering av onoterade tillväxtbolag och det är endast i denna metod som entreprenören utvärderas. En korrekt förnuftsvärdering bygger främst på investerarnas kvalitativa antaganden där man främst vill säkerställa att affärsplan och affärsidé är realistiska och genomförbara. Dessutom ger metoden möjligheten att analysera marknaden och dess potential.

Terry et al (2004) förespråkar två olika tillvägagångssätt för en jämförande värdering, jämförande av liknande företags försäljningspris eller liknande företags multiplar. Respondenterna var dock tveksamma till att använda båda tillvägagångssätten då varje affär kan ha unika och speciella villkor. Därutöver är det svårt att urskilja vilka marknadstrender som vägt in i försäljningen vilket Damodaran (2010) hävdar kan påverka värderingen. Ur ett investerarperspektiv är en jämförande värdering mer tillförlitlig på större företag enligt respondenterna. Tre av investerarna betraktade andra företagsförsäljningar som mindre intressanta främst på grund av att det inte är möjligt att veta vilka specifika villkor som inkluderats i priset, vilket litteraturen inte nämner som en avgörande faktor. Enligt Damodaran (2010) är det ett stort problem att hitta jämförbara eller liknande företag att jämföra med vilket var något som respondenterna höll med. Respondenterna påpekade dock att det blir lättare ju mognare företaget blir. Damodaran (2010) och Nilsson et al (2002) hävdar att en jämförande värdering är tillämplig då man har tillgång till information som möjliggör justeringar för skillnader mellan företagen. Problemet för investerarna som framgår ur intervjuerna är att informationen för tillväxtbolagen är svåråtkomlig och svårtolkad.

Venture Capital metoden, som är en användbar metod för värdering av tillväxtbolag (Terry et al, 2004), nämndes aldrig av någon respondent. Däremot kan man urskilja att metoden praktiseras av flertalet investerare. Endast i undantagsfall, vid hög kassalikviditet, togs utdelning men majoriteten av venture capitalbolagen förväntade sig ingen avkastning förrän vid exit-tillfället. Däremot skilde sig uppskattningen av exit-värdet åt. Respondenterna använde sig i liten utsträckning av värderingsmultiplar från börsnoterade bolag för att uppskatta ett exit-värde, vilket teorin förespråkar. Majoriteten av investerarna använder sig även av vad Terry et al (2004) nämner i steg tre, att använda sig av exit-värdet för att diskontera detta med en önskad diskonteringsränta för att bestämma nuvärdet av företaget.

I paritet med (Terry et al 2004, Copeland & Murrin 2000, Kungl. IVA 2002, Seppä & Laamanen, 2001) uttryckte samtliga respondenter att kassaflödesvärdering är applicerbar på nystartade tillväxtbolag. Dock var konsulterna mer positiva till metoden i jämförelse med investerarna. Alla respondenter konstaterar att osäkerheten är högre ju yngre företaget är. I likhet med jämförande värdering hävdade respondenterna att den kassaflödesbaserade modellen inte bör användas som ett enskilt verktyg. Däremot har kassaflödesanalysen en större tyngd vid förhandlingen i relation till den jämförande värderingen enligt respondenterna.

Enligt Lunden (2007) behöver inte stora fria kassaflöden ses som enbart positivt eftersom det kan bero på att man inte gjort nödvändiga investeringar för framtiden. Respondenterna var medvetna om problemet men betonade samtidigt att det inte fick alltför stor betydelse i praktiken eftersom man alltid gick igenom de bakomliggande orsakerna till det stora fria kassaflödet. Kassaflödesanalysen ger ett konkret värde på tillväxtbolag. Värdet används som beslutsunderlag och vid prispförhandlingar. Dock bygger metoden på antaganden, Terry et al (2004) skriver att valet av diskonteringsränta är den mest subjektiva delen när man beräknar bolagets värde, vilket respondenterna instämde med. Däremot hävdade respondenterna att båda sidorna, köpare och säljare, var medvetna om att metoden bygger på antaganden och därmed blir problemet av mindre betydelse så länge de var överens om antagandena.

Damodaran (2010) tar upp flera problem med realoptionsanalys som exempelvis att det är svårt att precisera ett värde på de olika alternativen. En av respondenternas största anledning till att inte använda metoden var på att den inte var särskilt användbar vid en förhandling eftersom metoden kräver att motparten är väl insatt i de komplicerade beräkningarna. Flera av respondenterna var intresserade av realoptionsanalys och gillade idén med att kunna prissätta ledningens olika val. Återstående del var mindre intresserade och hävdade att de var mer praktiska och ville därmed inte förlita sig för mycket på avancerande uträkningar för att få fram ett värde.

Problematiken med att värdera tillväxtbolag är utifrån den teoretiska referensramen och det empiriska materialet en svår uppgift. Grundproblemet ligger i bolagens knapphändiga och korta historik (Damodaran 2010, Terry et al 2004) vilket leder till att vissa investerare undviker att ha företag som befinner sig i uppstartsfas i sin portfölj (Damodaran, 2002). Respondenterna höll med om problemet men avviker från teorin vad gäller möjligheterna till god avkastning för investeringar i en uppstart eller snabb expansionsfas.

Enligt referensramen och det empiriska materialet är det värderingsmetoderna som till stor del skapar det underlag som ligger till grund för om man ska gå vidare med den potentiella investeringen. Det är således en kritisk och viktig del av investeringsprocessen.

5.3 Beslut

Under både identifiering och värderingsfasen faller många bolag bort för venture capitalbolagen och endast ett fåtal finns kvar då beslut om djupare analyser ska tas. I uppsatsens referensram beskrivs inte mycket om beslut för djupare analyser men samtliga venture capitalbolag som intervjuats belyser att de kontinuerligt under investeringsprocessen måste fatta beslut om de ska fortsätta med processen. Det som för investerarna var viktiga faktorer för ett positivt beslut om att gå vidare i investeringsprocessen var att sammanfatta allt de granskat och värderat hittills. Nu har investerarna ännu mer och djupare information om alla viktiga faktorer som ingår i värderingen. Tyzoon & Albert (1984) hävdar att riskkapitalbolagen ofta inte vill blanda sig i bolagens dagliga drift. Investerarna vill att entreprenörerna ska bedriva företagets dagliga drift. Dock är de gärna med i styrelser, fattar strategiska beslut, bidrar med kompetens och kontaktnät.

Är parterna överens om att gå vidare i processen efter att värderingen på bolaget är gjord görs enligt Nilsson et al (2002) en djupare undersökning av bolaget. Enligt investerarna kan brister i management, orealistiska planer eller att entreprenören kräver ett för högt pris vara vanliga orsaker till att beslut fattas om att inte gå vidare i investeringsprocessen.

5.4 Due diligence

Efter att beslut har fattats om att djupare analyser ska göras för en eventuell investering görs en företagsbesiktning även kallad due diligence, detta enligt både (Nilsson et al 2002) och investerarna. En due diligence viktigaste delar enligt teorin är den juridiska- och den finansiella. De delarna i företagsbesiktningen var även det som respondenterna tyckte var viktigast att undersöka. Respondenterna uttryckte att due diligence var viktigt för att de inte skulle investera i ett bolag med allt för mycket problem.

Enligt Nyman (2002) är det vanligt att företagen tar in externa experter vid företagsbesiktningen. Bland investerarna skilde sig svaren åt men majoriteten använde sig vanligtvis inte av extern hjälp. Detta på grund av att investerarna ofta tyckte att de hade tillräckligt med expertis inom venture capitalbolaget. Om så inte var fallet, anlätades konsulter. Blir utfallet av due diligence-utförandet tillfredsställande fortsätter processen med förhandling och investering.

5.5 Förhandling och investering

Efter att arbetet med företagets due diligence är avklarade kan en förhandling mellan entreprenör och investerare påbörjas inför investeringen. Från litteraturen (Nyman 2002) tar processen normalt tre till sex månader innan investering sker. Majoriteten av respondenterna har erfarenhet av att det i genomsnitt tar upp till tre månader, innan investeringsprocessen är klar.

Det som till stor del avgör priset på tillväxtbolaget är enligt Nilsson et al (2002), utfallet från värderingsmodellerna, hur företagsbesiktningen gått och resultatet av förhandlingen. Samtliga investerare håller med om ovanstående och poängterar även att priset avgörs av hur mycket engagemang de ska gå in med, vilka kontakter de har, vilken avkastning som beräknas samt hur lång tid det kan ta till exit.

Förhandlingsprocessen avgörs också av hur venture capitalbolagen kan gå in med investerat kapital. Vanligt är att de portionerar ut investerat kapital under tiden och inte går in med allt kapital direkt.

Nilsson et al (2002) beskriver innehållet i due diligence likt investerarna bortsett från att investerarna ofta använder företagsbesiktningen som underlag för hur aktieägaravtal ska formos. Hur aktieägaravtalen utformas är betydelsefullt för priset eftersom investerarna kan reglera i avtal det som är svårt att värdera med någon metod.

När förhandlingarna är klara sker investering eller åtminstone en första investering i tillväxtbolaget. Investerarna går ofta in med kapital på mellan 250 000 och tjugo miljoner SEK totalt.

5.6 Tillväxtresa och Exit

Tillväxtresan börjar då förhandling och första investeringen har skett. Tillväxtresan från investering till exit ligger mellan tre till fem år (Nyman 2002, Kungl. IVA 2000). Enligt våra intervjupersoner är tillväxtresan vanligtvis mellan ett till fem år. Tillväxtresans längd är beroende av venture capitalbolagens avkastningskrav som man först kan säkerställa vid exit.

För att göra en tillfredsställande exit arbetar de olika venture capitalbolagen på olika sätt beroende på om de anser sig vara företagsbyggare eller goda exit-strategier.

Något som inte tagits upp i uppsatsens referensram är hur en kommande exit påverkar venture capitalbolagens värdering av tillväxtbolagen vid investering. För ett av venture capitalbolaget var en av de viktigaste faktorerna vid värderingen hur de trodde att de skulle kunna positionera tillväxtbolaget för en kommande exit. Enligt intervjupersonen var detta lika med värdet av investeringen och att de ville vara med i företagets största tillväxtresa. För ett av de andra venture capitalbolagen som intervjuades var en viktig faktor vid värderingen att de skulle kunna se en klar potential för uppbyggnaden av företaget för att sedan kunna göra exit när den mesta tillväxten satte fart.

I referensramen kan det utläsas att, i kassaflödesvärdering använder sig investerare ofta av en kalkylränta på mellan 15-25 procent årligen beroende på om investeringen i tillväxtbolaget anses vara en hög/ eller lågrisk investering. I Venture Capital metoden är enligt litteraturen vanliga avkastningskrav från investerare mellan 35-55 procent av investerat kapital. Det kan dock vara upp emot 80 procent vid högriskföretag.

Avkastningskraven hos majoriteten av de olika venture capitalbolagen som intervjuats ligger på mellan 20-1000 procent på totalt investerat kapital. Majoriteten har över 100 procent som avkastningskrav på totalt kapital. För att kunna analysera skillnaderna mellan det årliga avkastningskravet från värderingsmodellerna och investerarnas avkastningskrav på totalt kapital behöver investeringen vara avslutad. Det är först när man vet hur lång tid det tog innan exit kunde ske som den årliga avkastningen går att räkna ut.

6 Slutsats

I detta sista kapitel presenteras uppsatsens resultat. Resultatet diskuteras utifrån forskningsfrågan och syftet. Slutligen i kapitlet presenteras förslag på fortsatt forskning.

6.1 Slutdiskussion/ resultat

Tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden värderas i praktiken från fall till fall. Inget tillväxtbolag är det andra likt och därför blir värderingen också unik vid varje tillfälle. Några av skillnaderna som uppstår är pris, typ av företag, vad företaget behöver ha hjälp med och hur lång tid det tar innan exit kan genomföras. Vid företagsvärdering kan investerare värdera företaget både genom att analysera företagets finansiella rapporter så som resultat och balansräkning (kvantitativ del) och göra subjektiva bedömningar av entreprenör, affärsidé och affärsplan (kvalitativ del). En gemensam nämnare för tillväxtbolag är att den finansiella historiken ofta är knapphändig. Detta gör att värderingen av de kvalitativa faktorerna så som: entreprenör, affärsidé och affärsplan blir desto viktigare i jämförelse med mer mogna bolag. Ju tidigare i uppstartsfasen tillväxtbolaget befinner sig desto viktigare blir den subjektiva bedömningen för investeraren. Eftersom varje affär är unik blir resultatet av varje värdering också unik eftersom värderingen är beroende av hur affären är uppbyggd.

Under investeringsprocessen är själva värderingsmomentet en liten del i det stora hela. Som framgår i analysdelen är värderingen en del i hela processen som består av att venture capitalbolagen först identifierar potentiella företag att investera i, företagen värderas, beslut fattas om djupare analyser ska göras, due diligence genomförs, förhandling och investering sker och slutligen sker en tillväxtresa innan en exit kan ske. Alla delmoment som ingår i processen är delar som inte kan uteslutas då värdering av tillväxtbolag ska göras. Saknas någon av delarna skulle inte värderingen kunna bli komplett. Likt ett pussel måste alla pusselbitar vara på plats innan bilden är perfekt. För en investerare är det viktigt att ha alla bitar på plats för att kunna göra lyckade investeringar, där värderingen av tillväxtbolaget endast är en av pusselbitarna.

När värdering av tillväxtbolag ska utföras finns många värderingsmodeller att ta hjälp av, många varianter på värderingsmodellerna och många olika sätt att använda modellerna på. Vid ett köp eller försäljning av ett bolag finns det alltid en köpare och en säljare. Köparen vill oftast värdera bolaget så lågt som möjligt då denne i så fall får betala ett billigare pris för företaget. Säljaren vill oftast värdera bolaget så högt som möjligt eftersom denne då i så fall får mer betalt för bolaget vid försäljningen. Oavsett vem som värderar företaget kan man dra slutsatsen att ett företags värde är lika med vad en köpare är beredd att betala på marknaden för private equity. Det är så de flesta i branschen tänker när de exempelvis ska köpa upp ett företag, positionera för att slutligen göra en lyckad exit. Det är skillnaden mellan försäljningsvärdet vid exit och vad investeraren investerat i företaget som blir avkastningen på investerat kapital. Hänsyn ska också tas till risk, hur mycket tid som förväntas läggas i projektet och som också spelar stor roll för hur värderingen går till vilket är svårt att implementera i någon fast modell.

Olika värderingsmodeller används i olika sammanhang av investerare. Det avgörande är ofta vad de vill komma fram till med värderingen. Som nämndes ovan i slutsatsen kan den användas av köpare och säljare för att försöka värdera upp eller ned priset på ett företag. Förhandlingsprocessen är en viktig del där den som har störst kunskap om de olika

värderingsmodellerna har stora fördelar inför förhandlingen. Det viktiga blir då inte vilka värderingsmodeller man använder utan hur man använder dem samt i vilka sammanhang de används. Ett resultat av uppsatsen är att oavsett vilken modell som används så är det viktigaste vad man stoppar in i modellerna. Stoppar man till exempel in bra och relevanta siffror i en modell så är sannolikheten god att man får ut bra och relevant information från modellen. Givetvis ska rätt modell användas i rätt sammanhang för att resultatet ska vara relevant.

Externa experter så som konsulter används i många affärer. De flesta investerare använder sig av konsulter då de känner att de inte har tillräckligt med kompetens inom ett visst område för att kunna göra en så bra affär som möjligt. Vissa investerare har bra kontaktnät med konsulter och vissa investerare hyr in. De flesta investerare väljer att investera i tillväxtbolag som agerar i branscher som investeraren har erfarenhet av. Slutsatsen som kan dras är att ju mer komplicerad en affär är desto mer behov finns det av externa experter.

Venture capital för tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden är viktiga för ekonomi och tillväxt (EU kommissionen, 2011). Av intervjuerna har författarna förstått att det behövs mer kapital till tillväxtbolagens tidiga skeden för att fler entreprenörer ska kunna realisera sina affärsidéer och för att Sverige ska få ett rikt näringsliv. Förutom skatteintäkter, bidrar tillväxtbolagen även med ökade arbetstillfällen till samhället vilket är viktigt för ett fungerande samhälle med en god välfärd.

Att investera i tillväxtbolagens tidiga skeden har alltid inneburit och kommer alltid att innebära hög risk. Detta oavsett hur bra värderingsmodeller det finns. Däremot kan den höga risken minskas något om investeraren är erfaren och använder bra värderingsmodeller.

Konsulterna förlitar sig mer på kassaflödesanalys, som värdering av ett företags värde, i jämförelse med investerarna. Detta kan bero på att de inte värderar entreprenören då de själva inte ska investera i företaget. Konsulterna har därför inte samma möjlighet att värdera företagets mjuka värden. De måste istället värdera det finansiella, även om bolagets historik är knapphändig. En jämförande värdering förespråkas mer av referensramens källor än respondenterna. En anledning till denna diskrepans beror rimligtvis på att respondenterna värderar de speciella villkoren, som upprättas i samband med investeringen, högre än en jämförande värdering. Många värderingsmodeller till exempel realoptionsanalys har en begränsad praktisk tillämplighet på grund av dess komplexitet och att båda parter måste vara väl insatt i metodens matematiska beräkningar. Därför är enklare värderingsmetoder ofta mer värdefulla för investerarna.

Större bolag som exempelvis Sjätte AP-fonden investerar inte lika mycket i tillväxtbolagens tidiga skeden längre (Ellemark, 2011). Om inte mindre venture capitalaktörer kan fylla de här luckorna i branschen kan resultatet bli att tillväxtbolagen blir färre och inte lika framgångsrika.

Syftet med uppsatsen var att analysera hur ett tillväxtbolag kan värderas i praktiken, resultatet som författarna kommer fram till är att det inte enbart går att använda sig av värderingsmodeller för att komma fram till ett relevant värde på företaget. Alla delar i investeringsprocessen är viktiga för att få fram ett relevant värde på tillväxtbolaget.

6.2 Förslag till fortsatt forskning

Författarna till denna uppsats har haft värderingen som tyngd i investeringsprocessen. Skulle uppsatsen gjorts igen hade mer forskning kring alla delar i processen granskats. Referensramen hade då fått en bredare form som enklare kunde analyserats och dra slutsatser ifrån. Förslag till fortsatt forskning kan vara att fördjupa sig mer i de andra delarna i investeringsprocessen.

Ett förslag till fortsatt forskning kan vara att till skillnad från den här uppsatsens val av ett fåtal intervjuer, skulle istället använda sig av enkätundersökning och nå en större del av venture capital marknaden.

Den amerikanska riskkapitalmarknaden är större än den Europeiska (EU kommissionen, 2011). Fortsatt forskning med kopplingar, likheter och skillnader till dessa marknader hade varit intressant att se mer forskning på.

Ett riskkapitalbolag använder sig av olika värderingsmodeller och multiplar beroende på vilken bransch företaget som de eventuellt ska investera i, befinner sig på. Forskning om likheter och skillnader i de olika branscherna hade varit intressant att se. Vilka värderingsmodeller och multiplar används i vilka branscher?

Denna uppsats är skriven med hänsyn till de tillväxtbolag som befinner sig i ett tidigt skede. Ett förslag till fortsatt forskning är att analysera värdering av tillväxtbolag i ett senare skede. De personer som intervjuats i denna uppsats är företrädare till venture capitalbolag som investerar i tillväxtbolagens tidiga skeden, när de sedan gör exit är det oftast större riskkapitalbolag eller andra industriföretag som köper upp hela eller delar av tillväxtbolagen. Hur går värderingen av tillväxtbolagen till i ett senare skede när företagen har mer historisk data?

7 Källförteckning

B

Bryman, Alan (2008). *Samhällsvetenskapliga metoder*. 2:a upplaga. Malmö: Liber

Backman, Jarl (1998). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.

C

Copeland, T. Koller, T. Murrin J (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, (3. uppl.). New York, NY: John Wiley & sons.

D

Dagens Nyheter (2011) *Utlåningen till företag minskar*. Hämtad 1 December 2011, från: <http://www.dn.se/ekonomi/utlaningen-till-foretag-minskar>

Damodaran Aswath (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

Damodaran, Aswath (2010). *The Dark Side of Valuation*. (2:a upplagan). Pearson Education, Inc.

E

Ekonomifakta (2011) *Hur påverkas Sverige av skuldskrisen i Europa?*, Hämtad 1 Decemeber 2011, från: <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fragor-och-svar/>

Eurenius Karin (2011), *Tuffa tider för småföretagare*, Hämtad 16 november 2011, från http://www.e24.se/entreprenor/tuffa-tider-for-smaforetagare_2748275.e24

Ellemark Katarina (2011), *Staten nobbar egna tillväxtbolag*. Hämtad 14 november 2011, från <http://www.nyteknik.se/nyheter/innovation/tillvaxtforetag/article3123082.ece>

Europa Kommissionen (2011). *Nya regler för kapitalanskaffning i EU: ökat riskkapital för små och medelstora företag och underlättad tillgång till krediter*, Hämtad 8 december 2011, från: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/1513&format=HTML&aged=0&language=SW&guiLanguage=en>

H

Hult, Magnus (1998). *Värdering av företag*. Uppl. 3 Malmö Liber.

K

Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige (2002). *Förnuftsvärdering, värdering av tillväxtföretag I ett tidigt skede*. OH-Tryck AB, Stockholm

Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige (2000). *Från såddkapital till börsintroduktion*. OH-Tryck AB, Stockholm

Klofsten, Magnus (1999). Supporting the pre-commercialization stages of technology-based firms the effects of small-scale venture capital. Volym 1, Nummer 1. pp. 83 – 93

Klonowski, Darek (2007). The Venture Capital Investment process in emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, Volym 2, Nummer 4. Pp. 361-382

J

Jacobsen, Dag Ingvar (2002). *Vad, hur varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Norwegian Academic Press.

L

Laurence G. Weinzimmer. Nystrom, Paul C. Freeman, Sarah J. (1998). *Measuring Organizational Growth: Issues, Consequences and Guidelines*. *Journal of Management*

Linder PJ Anders (2011), *Änglar, varför finns det inte fler av dem?* Hämtad 11 november 2011, från: http://www.svd.se/opinion/ledarsidan/anglar-varfor-finns-det-inte-fler-av-dem_6626644.svd

Lunden Björn, Ohlsson Gunnar (2007), *Värdering av företag*. (1:a upplagan). (Tryckt Elanders AB)

M

Mun Johnathan (2006), *Real Option analysis: Tools and techniques for valuing strategic investments and decisions*, John Wiley & Sons, Inc.

N

Nilsson Henrik, Isaksson Anders, Martikainen Teppo (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur: Lund.

Nyman, Michael (2002). *Risikkapital – private equity- och och venture capital-investeringar*. (Upplaga 1:1) Stockholm: Norstedt.

P

Paglia, Robert L and Cody, Alan M. (1998) *Investment here is a bet entirely on the future*. *Electronic News* (10616624), Vol. 44 Issue 2217

Persson, Jan T (2011). *Tillväxtmöjligheter och tillväxthinder för svenska små och medelstora företag*. Tillväxtverket, Stockholm 2011.

R

Renius Marie (2011), *Risikkapitaltillförseln till tillväxtbolag oroväckande låg*, Hämtad 13 november 2011, från: <http://www.svca.se/sv/Pressrum/Pressmeddelanden/Risikkapitaltillforseln-till-tillvaxtbolag-orovackande-lag/>

S

Seppä, Tuukka J, Laamanen, Tomi (2001). Valuation of venture capital investments: *Empirical evidence*. *R&D Management*. Vol. 31. No. 2. Pp. 215-230.

Svenska riskkapitalföreningen (SVCA), 2011, hämtad 5 december 2011 från:
<http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Om-riskkapital/>

Svenska riskkapitalföreningen (SVCA), 2011, hämtad 7 december 2011 från:
<http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Riskkapital-i-siffror/>

Svenska riskkapitalföreningen (SVCA), 2012, hämtad 4 januari 2012 från:
<http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Riskkapital-pa-tre-minuter/>

T

Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. *Early-Stage Company Valuation (Part I of II)*. American Journal of Family Law (0891-6330) Vol. 18 (Mars, 2004) p.9.

Terry, Edwin J; Hays, Karl E; Foltz, Andrea; LaRue, James W; Beaton, Neil J; Huff, J. Kenneth, Jr. *Early-Stage Company Valuation (Part II of II)*. American Journal of Family Law (0891-6330) Vol. 18 (Aug, 2004) p.93.

Tolleryd Jakob, Frykman David (2000). *Värdering av tillväxtföretag*. Elanders Gotab 2000

Tyzoon T. Tyebjee and Albert V. (1984) *A Model of Venture Capitalist Investment*. Management Science Vol. 30, No. 9 , pp. 1051-1066

8 Muntliga källor

Bohlin Håkan, Investment manager och ordförande på investeringsfonden, Sjätte AP-fonden

Ekström Karl-Gösta, Grundare och värderingskonsult, Stonelot AB

Falk Johan, Investment manager, Innovationsbron

Ingeborn Staffan, Grundare och VD, InnovationsKapital

Johansson Ole, Investment manager, Innovationsbron

Johansson Stefan, Grundare och VD, Acrevi Revision

Wendel Peter, Grundare, Entreprenörskapital

9 Bilagor

9.1 Intervjuformulär

9.1.1 Investerares

Bakgrund

Namn:

Företag:

Position:

Utbildning:

Fakta om intervjuperson

Hur har din karriär sett ut?

Vad arbetar du med?

Vilka är dina arbetsuppgifter?

Investeringsfrågor

Vad för slags företag investerar ni i?

När ni investerar i olika företag, vilka faser befinner sig de då i?

Kan du kortfattat beskriva hela processen från första kontakten med företaget till exit?

Hur mycket kapital brukar ni gå in med?

Vad erbjuds entreprenören av er förutom kapital?

Vad är en lyckad investering för er?

Hur många personer är med i investeringsprocessen?

Värderingsmetoder

Vilka värderingsmetoder använder ni och varför?

Vilka metoder har ni använt tidigare?

Hur går ni tillväga vid analysen av företaget?

Allmänt

Hur definierar ni ett värde på ett bolag?

Hur viktig är entreprenören bakom företaget?

Fonder

Hur många fonder har ni?

Hur ser era fondportföljer ut?

Hur mycket fondvärde har ni?

Tillväxtbolag

Vilka svårigheter anser du att det finns i företagsvärdering av tillväxtbolag?

Hur definierar ni ett tillväxtbolag?

Vilka faktorer anser du vara av största prioritet vid investering av tillväxtbolag?

9.1.2 **Bankman och revisor**

Bakgrund

Namn:

Företag:

Position:

Utbildning:

Fakta om intervjuperson

Hur har din karriär sett ut?

Vad arbetar du med?

Vilka är dina arbetsuppgifter?

Investeringsfrågor

Vad för slags företag har du varit med och hjälpt till som investering skett i?

När investering skett i olika företag, vilka faser har de då befunnit sig i?

Kan du kortfattat beskriva hela processen från första kontakt med företaget till exit?

Hur mycket kapital har investerarna gått in med?

Vad har entreprenören erbjudits förutom kapital?

Vad anser du vara en lyckad investering?

Hur många personer har varit med i investeringsprocesserna?

Värderingsmetoder

Vilka värderingsmetoder använder ni och varför?

Vilka metoder har ni använt tidigare?

Hur går ni tillväga vid analysen av företaget?

Allmänt

Hur definierar ni ett värde på ett bolag?

Hur viktig är entreprenören bakom företaget?

Tillväxtbolag

Vilka svårigheter anser du att det finns i företagsvärdering av tillväxtbolag?

Hur definierar ni ett tillväxtbolag?

Vilka faktorer anser du vara av största prioritet vid investering av tillväxtbolag?