

Förnuftsvärdering

Värdering av tillväxtföretag
i ett tidigt skede

I CONNECT-serien ingår hittills:

Så skriver Du en vinnande affärsplan

En praktisk handledning.

Sthlm 1999. 23 s. IVA-R 428.

Att starta och driva tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 1999. 42 s. IVA-R 429.

Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 1999. 31 s. IVA-R 430.

Att belöna och motivera medarbetare i tillväxtföretag

Några råd på vägen. Sthlm

1999. 30 s. IVA-R 431.

Styrelsearbete i tillväxtföretag

Några råd på vägen.

Sthlm 2000. 54 s. IVA-R 435.

Att bygga tillväxtföretag genom människor*

Några råd på vägen. Sthlm 2000. 34 s. IVA-R 436.

Tillväxtjuridik

En kortfattad juridisk guide för tillväxtföretagare.

Sthlm 2000. 37 s. IVA-R 437.

Från säddkapital till börsintroduktion

Hur Du som tillväxtentreprenör hanterar investerare.

Sthlm 2000. 36 s. IVA-R 438.

Förnuftsvärdering

Värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede.

Sthlm 2002. 20 s. IVA-R 432.

Priset för en CONNECT-skrift är 100 kr (inkl. moms).

Beställ via e-post: connect@iva.se eller fax 08-611 56 23.

Skrifterna finns även i Acrobat Reader-format för fri nedladdning

från CONNECT:s hemsida: www.connectsverige.se

* Finns även på engelska som pdf-fil på CONNECT:s hemsida:
<http://www.connectsverige.se> med titeln *Building Growth Companies through People. Some advice along the way.*

Förnuftsvärdering

Värdering av tillväxtföretag i ett tidigt skede

© Utgivare: Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien och CONNECT Sverige, 2002
Box 5073, 102 42 Stockholm
IVA-R 432
ISSN 0348-7393
ISBN 91-7082-649-8
Tryckning: OH-Tryck AB

Beställningar tas emot av
Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien, IVA
Box 5073, 102 42 Stockholm
Telefon: 08-791 29 00
Telefax: 08-611 56 23
E-post: connect@iva.se

Förord

Framgångsrika företag leds ofta av starka entreprenörer som äger förmågan att leda och utveckla företag. Denna insikt har lett till att aktörerna på riskkapitalmarknaden, det vill säga investerarna, fäster allt mer avseende vid tillväxtföretagaren och dennes personliga egenskaper. Åtta av tio investerare anser att bedömningen av tillväxtföretagaren är den avgörande faktorn vid ett beslut om att investera i ett ungt tillväxtföretag.

Om Du som företagare står i begrepp att söka riskkapital, bör Du först och främst ta ställning till om riskkapital är en lämplig finansieringsform. Det är tillväxtföretagarna som investerarna är intresserade av. Söker Du riskkapital måste Du vara inställd på tillväxt, samt på att dela med Dig av Ditt ägande och Din kontroll över företaget. Även Din roll som företagsledare kan komma att förändras med tiden, allt eftersom Ditt företag får nya delägare och kraven på hur företaget ska ledas förändras. Att skaffa riskkapital innebär också att Du får nya kompanjoner som Du ska samarbeta med under åtskilliga år.

Denna skrift försöker att enkelt och kortfattat redogöra för hur investerarna på riskkapitalmarknaden värderar tillväxtföretag som befinner sig i ett tidigt skede av sin utveckling, då bland annat bristen på historiska resultat försvårar användandet av vedertagna värderingsmodeller. Skriften försöker också förmedla några goda råd inför Dina första möten med investerarna.

Skriften hade inte kommit till utan hjälp från ett stort antal investerare. Ett hjärtligt tack till alla som har medverkat!

Skriften har sammanställts av Erik Melin, Andersson & Melin AB, i samarbete med Anders Kuikka, EIM Scandinavia AB.

Stockholm i februari 2002

CHRISTER ZETTERBERG
Ordförande, CONNECT Sverige

Innehållsförteckning

1. SAMMANFATTNING	6
Den klassiska tillväxtresan	6
Tio viktiga faktorer	7
Prissättning av andelar	7
2. INLEDNING	8
3. FÖRETAGSFINANSIERING	9
Finansieringsformerna	9
Riskkapital	9
4. ATT SÖKA RISKKAPITAL	11
Ditt företagande	11
Din roll som ägare och företagsledare	11
Din affärsplan	11
Dina personliga egenskaper	12
Din förhandling	12
Dina rådgivare	13
5. DEN KLASSISKA TILLVÄXTRESAN	14
Din investerare	14
6. VÄRDERING AV TILLVÄXTFÖRETAG	15
Förnuftsvärdering	15
Jämförande värdering	15
Kassaflödesvärdering	16
När används de olika metoderna?	16
Risikanalys	16
7. PRIORITERADE FAKTORER	17
8. PRISSÄTTNING AV ANDELAR I TILLVÄXTFÖRETAG	18
Affärsrisk och värdering	18
Ägarandel och pris	18
9. AVSLUTANDE REFLEXIONER	20

1. Sammanfattning

Att finansiera en verksamhet med riskkapital är dyrt, om man jämför med mer traditionella finansieringsformer som till exempel banklån, och det passar bara ett fåtal företag. Om Du funderar på att söka pengar på riskkapitalmarknaden bör Du därför först fundera på vilken sorts företagare Du är. Riskkapitalisterna, investerarna, är endast intresserade av tillväxtföretagare, det vill säga företagare som prioriterar värdetillväxt och expansion framför levebrödstänkande och full ägarkontroll.

Din affärsidé måste också ha en stor tillväxtpotential för att vara intressant. Investerarnas avkastningskrav på investeringar i unga tillväxtföretag är höga jämfört med till exempel investeringar i börsnoterade bolag, på grund av den relativt sett större risken. Investerarna måste gardera sig för misslyckanden, och deras genomsnittliga årliga avkastningskrav kan grovt anges till ca 30 procent.

När en investerare gör sin första bedömning av ett ungt tillväxtföretag är det framför allt två saker som investeraren har att utgå ifrån – Dig själv och Din affärsplan. Dessa faktorer ligger till grund för investerarens första värdering, *förnuftsvärderingen*. Siffror spelar jämförelsevis ingen större roll på det här stadiet, utan det avgörande är investerarens kunskaper, erfarenhet och intuition. Som komplement till förnuftsvärderingen använder investeraren sannolikt också etablerade värderingsmetoder som är lämpade för mer mogna företag, till exempel *jämförande värdering* och *kassaflödesvärdering*.

Åtta av tio investerare anser att bedömningen av entreprenören är den avgörande faktorn för ett

investeringsbeslut i ett ungt tillväxtföretag. Personkemin är viktig.

”Den viktigaste faktorn för ett investeringsbeslut är en kombination av bra affärsidé och entreprenör.”

VD, riskkapitalbolag

DEN KLASSISKA TILLVÄXTRESAN

Ett tillväxtföretags utveckling från idéstadiet till exit beskrivs ofta som en resa. Under resans gång kommer att antal finansieringsrundor att genomföras och nya delägare kommer in i företaget. Din ägarandel minskar successivt, men om allt går väl ökar värdet på den andel som Du har kvar. Din roll som ägare och företagsledare kan också komma att påverkas i takt med att aktiviteterna i företaget förändras.

Figuren på nästa sida kan tjäna som ett enkelt exempel på hur tillväxtresan kan se ut. Den kan dock variera beroende på typ av företag och bransch.

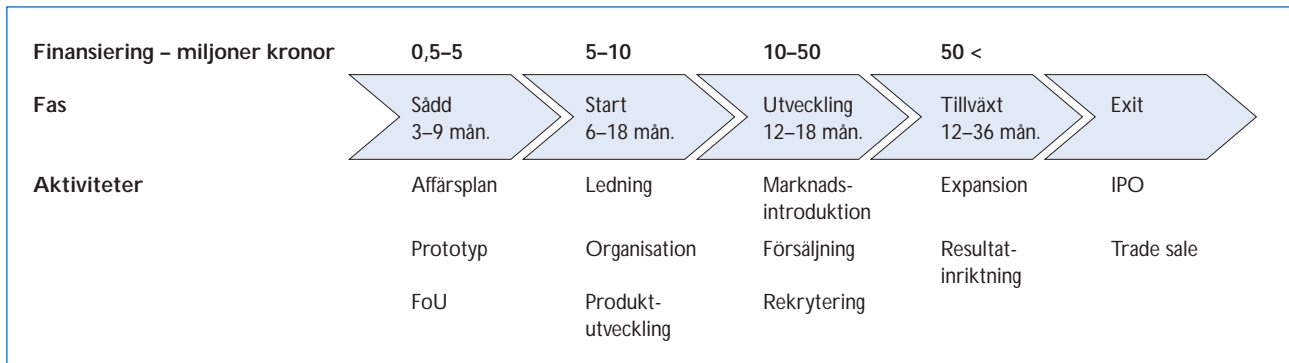
Tänk på att en investerare inte bara är en finansär utan också en kompanjon. Ditt val av investerare i tidiga skeden har därför stor betydelse inför framtida finansieringsrundor.

TIOVIKTIGA FAKTORER

Matrisen sist i detta avsnitt ger en bra indikation på vilka faktorer som investerarna bedömer som viktigast i tillväxtföretagets olika skeden (i prioritetsordning).

PRISSÄTTNING AV ANDELAR

För en investerare är det inte andelens värde vid tidpunkten för investeringen som är intressant,



utan relationen mellan investeringens värde vid investeringstillfället och en framtida exit. Priset på ägarandelen påverkas bland annat av följande faktorer:

- Tillväxtföretagarens investeringsbehov
- Investerarens avkastningskrav
- Investerarens bedömning av affärsrisken

- Den personliga relationen mellan investeraren och tillväxtföretagaren
- Din skicklighet som förhandlare.

”Det är investeringens värde vid en framtida exit som är viktigt, inte värdet på andelen när jag gör investeringen.”

VD, riskkapitalbolag

Såddfas	Startfas	Utvecklingsfas	Tillväxtfas
Entreprenören	Entreprenören	Ledningen	Ledningen
Ledningen	Ledningen	Entreprenören	Affärsidén
Affärsidén	Affärsidén	Produkterna	Affärsplanen
Immateriella rättigheter	Immateriella rättigheter	Affärsidén	Kunderna
Produkterna	Affärsplanen	Kunderna	Anställda
Affärsplanen	Kunderna	Affärsplanen	Kassaflöden
Kunderna	Produkterna	Anställda	Allianser
Anställda	Anställda	Immateriella rättigheter	Produkterna
Allianser	Allianser	Allianser	Entreprenören
Kassaflöden	Kassaflöden	Kassaflöden	Immateriella rättigheter

2. Inledning

Denna skrift vänder sig i första hand till Dig som är tillväxtföretagare och står i begrepp att för första gången möta riskkapitalmarknaden. Huvudsyftet med skriften är att öka Din förståelse för hur denna marknad värderar tillväxtföretag, och tonvikten är lagd på företag i tidiga utvecklingsskeden.

Skriften kommer inte att analysera eller utveckla vare sig etablerade eller nya värderingsmodeller; dessa kommer endast att beröras mycket kortfattat. Skriften ska i stället ses som ett komplement till den befintliga litteraturen om företagsvärdering och riskkapitalanskaffning, som till exempel CONNECT-skriften *Från såddkapital till börsintroduktion* (IVA-R 438).

Siffror och matematik ställs i bakgrunden till förmån för mer jordnära faktorer som präglar investerarnas syn på de unga tillväxtföretagen och framför allt tillväxtföretagarna.

Det huvudsakliga innehållet i skriften baserar sig på ett antal intervjuer med företrädare för riskkapitalbolag och rådgivare till tillväxtföretag, samt svaren från en skriftlig anonym enkät som CONNECT Sverige genomförde under våren 2001. Enkäten vände sig till ett 70-tal riskkapitalbolag, såväl privata som offentligt ägda, varav 22 svarade.

Någon vetenskaplig redovisning av enkäten kommer inte att göras, utan resultatet är inarbetat i texten. Det kan emellertid vara av intresse

att veta att enkätsvaren bekräftas av en examensuppsats, baserad på en liknande enkät, vilken har genomförts vid Handelshögskolan i Stockholm – *Företagsvärdering på riskkapitalmarknaden i Sverige* (Handelshögskolan i Stockholm, 2000).

Inledningsvis bör nämnas att begreppet *investorare* används i skriften som samlingsnamn för riskkapitalbolag, representanter för sådana bolag och så kallade affärsänglar; det vill säga investerare som – mot en ägarandel – tillför såväl kapital som kunskap till företag med tillväxtpotential. Banker samt passiva investerare, till exempel i börsaktier, omfattas inte.

Skriften har följande uppläggning:

I kapitel 3 lämnas en kortfattad översikt av de vanligaste formerna för företagsfinansiering. Kapitel 4 berör vissa grundläggande frågor som till exempel syftet med Ditt företagande och Dina relationer med investerare och rådgivare. I kapitel 5 nämns något om den så kallade klassiska tillväxtresan och dess utvecklingsfaser. Värdering av tillväxtföretag i allmänhet berörs mycket kortfattat i kapitel 6, och i kapitel 7 redovisas de viktigaste faktorerna som påverkar investerarnas värdering av dessa företag. I kapitel 8 diskuteras prissättningen och storleken på investerarens ägarandel i tillväxtföretaget, och skriften avslutas med några reflexioner avseende framgångsrika respektive misslyckade investeringar i kapitel 9.

3. Företagsfinansiering

FINANSIERINGSFORMERNA

Innan Du söker riskkapital är det viktigt att Du förstår vad denna finansieringsform står för och vilka alternativa former som finns. Här ska emellertid bara kortfattat redogöras för detta; en mer utförlig redogörelse finner Du i CONNECT-skriften *Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag* (IVA-R 430).

Som företagare har Du ett antal finansieringsformer att välja mellan, och i regel finansieras företaget genom en kombination av dessa. Exempel på finansieringsformer är:

- ägarkapital
- bankfinansiering
- riskvilliga krediter
- riskkapital
- kundfinansiering
- leverantörskrediter
- factoring
- leasing.

Ett antal faktorer påverkar vilka former Du bör välja. Sådana faktorer kan vara Din privatekonomi, Ditt företags nuvarande ekonomi, befintlig fi-

nansiering, Ditt syfte med företagandet och företagets strategi.

Även redovisningsregler kan påverka Dina finansieringsmöjligheter. De nuvarande begränsade möjligheterna att aktivera investeringar i kunskap (det intellektuella kapitalet), kan till exempel negativt påverka Dina möjligheter att låna pengar, eftersom detta kan ge upphov till problem med företagets balansräkning. Du bör fundera igenom vilka faktorer som kan påverka Ditt val och tidigt bestämma Dig för en finansieringsstrategi som svarar mot Dina och Ditt företags behov.

Generellt sett är dock finansiering med huvudsakligen eget kapital den bästa formen för tillväxtföretagare när detta är möjligt, eftersom Du bland annat behåller kontrollen och inflytandet över företaget.

RISKKAPITAL

Med riskkapital menas en investering som görs i ett företags egna kapital (i regel aktiekapital). Det innebär i korthet att investeraren går in som delägare och därmed tar en högre risk jämfört med



Källa: *Finansieringsmöjligheter för tillväxtföretag* (IVA-R 430)

till exempel en långivare. Riskkapital är med andra ord ett tämligen vitt begrepp som i sin tur kan delas upp i olika former. När vi talar om riskkapital i denna skrift avses dock endast sådant kapital som investeras i onoterade bolag, i kombination med kompetens och ett aktivt ägar-engagemang (venture capital).

Figuren på föregående sida förklarar, i förenk-

lad form, de huvudsakliga formerna av riskkapital och några vanliga begrepp.

Som framgår av figuren borde begreppet riskkapital i skriften alltså bytas ut mot *venture capital* i denna skrift, om man ska vara noga. Men eftersom riskkapital i Sverige ofta används för att beteckna just venture capital, används här begreppet riskkapital.

4. Att söka riskkapital

DITT FÖRETAGANDE

Företagare delas ibland upp i två kategorier: de som lyckas och de som misslyckas. Fullt så enkel är emellertid inte verkligheten. Vad som representerar ett misslyckande för en företagare, kan mycket väl utgöra en meningsfull livsstil för en annan.

En grov uppdelning i *levebrödsföretagare* och *industriella företagare* är därför sannolikt bättre. Den förra kategorin är den i särklass vanligaste, och den präglas av livsstiltänkande och full ägar kontroll. Den senare, och mindre, kategorin präglas däremot av expansions- och värdetillväxttänkande och omfattar generellt sett tillväxtföretagarna.

Att tänka på:

Vad är huvudsyftet med Ditt företagande – livsstil eller tillväxt?

Att kategorisera företagare med utgångspunkt från syftet med företagandet kan förefalla något flummigt. Detta är emellertid av stor betydelse för ett företags finansieringsstrategi, eftersom det är tillväxtföretagarna som investerarna är intresserade av.

”Venture capital-pengar är den dyraste formen av kapital, vilket är lämpligt för få företag. Endast de som kan svara på varför organisk tillväxt är olämplig, bör söka riskkapital.”

Venture manager, riskkapitalbolag

DIN ROLL SOM ÄGARE OCH FÖRETAGSLEDARE

Som tillväxtföretagare måste Du tidigt inse att Din roll som såväl ägare som företagsledare kom-

mer att förändras i takt med att nytt kapital och nya delägare kommer in i företaget. I och med att företaget expanderar förändras kraven på företagsledningens kompetens.

I de allra tidigaste skedena är det ofta specialistkompetens och personligt engagemang som är företagsledningens viktigaste egenskaper. I senare, mer mogna, skeden ställs större krav på ren företagsledarkompetens och marknadskunskaper. Din roll kan därför förändras från vd till rådgivare eller enbart aktieägare.

”En tillväxtföretagare ska absolut inte:

- ha ambitionen att driva företaget till sin pensionering
- tro att han äger bolaget och dess framtid om riskkapitalister är med.”

Synpunkter från två investerare

DIN AFFÄRSPLAN

När en investerare gör sin första bedömning av en ny investeringsmöjlighet har han ofta (och ibland i bästa fall) bara affärsplanen att utgå ifrån. Investerarna får en mycket stor mängd sådana planer, samt annan dokumentation i form av till exempel prospekt och projektbeskrivningar, från tillväxtföretagare och andra. Investerarna har därför begränsad tid till sitt förfogande för att studera varje plan. Du bör därför vara medveten om att den statistiska chansen att just Din affärsplan väcker investerarens intresse är ganska liten, och en kort och välskriven affärsplan är således av stor vikt – eller ännu hellre, en kort och välskriven sammanfattning av denna.

Av affärsplanen ska framgå vem Du och Dina närmsta medarbetare är. Affärsidén ska vara tydligt beskriven, och det måste klart framgå hur Du

har tänkt att ni ska tjäna pengar och hur mycket, men var realist i Dina antaganden! I CONNECT-skriften *Så skriver Du en vinnande affärsplan* (IVA-R 428) kan Du få värdefulla tips om hur man skriver en affärsplan.

Att tänka på:

Affärsplanen ska

- vara kortfattad.
- tala om vem Du är.
- visa hur företaget ska tjäna pengar.
- vara realistisk.

DINA PERSONLIGA EGENSKAPER

Affärsplanen är ett viktigt grunddokument för en investerares beslutsprocess. Ännu viktigare är emellertid Du själv och Dina personliga egenskaper. Utbildning och erfarenhet är givetvis av mycket stor betydelse, men värdet av social kompetens ska inte underskattas. Din personliga framtoning kan till och med vara helt avgörande för ett investeringsbeslut.

Entusiasm, målmedvetenhet, öppenhet, ödmjukhet, tydlighet och realism är några nyckelord som återkommer hos investerarna, när de försöker förklara vad en tillväxtföretagare bör tänka på när han eller hon söker riskkapital för första gången.

"Den viktigaste faktorn för ett investeringsbeslut är en kombination av bra affärsidé och entreprenör."

VD, riskkapitalbolag

Med affärsplanen i bakfickan är det viktigt att Du kan sälja Dig själv på ett förtroendegivande sätt och att etablera en bra personkontakt med investeraren. Det är viktigt att tidigt inse att en riskkapitalinvestering inte bara är en penningtransaktion utan början på ett kompanjonskap som kan sträcka sig över en lång period.

Att tänka på:

- Bra relationer är i regel viktigare än siffror i ett tidigt skede.
- Åtta av tio investerare anser att bedömningen av entreprenören är den avgörande faktorn för ett investeringsbeslut i ett ungt tillväxtföretag.
- En investerare är inte bara finansiär utan också kompanjon.

DIN FÖRHANDLING

Fungerar den första kontakten med investeraren inleds en mer osentimental förhandling, som förhoppningsvis ska leda fram till ett definitivt investeringsbeslut och avtal. Avtalet (eller ofta avtalen) är av utomordentligt stor betydelse, eftersom det i detalj reglerar bland annat relationen mellan Dig och investeraren. Avtalet bör även innehålla bestämmelser angående Ditt personliga trygghetspaket. Här redogörs inte för hur avtalet kan se ut; översiktlig information om detta finns i CONNECT-skrifterna *Från såddkapital till börsintroduktion* (IVA-R 438) och *Tillväxtjuridik* (IVA-R 437).

Det blir allt vanligare att två eller flera investerare gör en investering tillsammans för att bland annat sprida sina risker, så kallad syndikeringsring. Du bör därför vara inställd på att Din förhandling kan komma att omfatta flera investerare. I regel framträder emellertid endast en av dessa som huvudansvarig för investeringen, och det är med denne som Du kommer att förhandla.

Under förhandlingen får Du och investeraren möjlighet att lära känna varandra. Förbered Dig väl inför förhandlingen. En väl genomförd förhandling från Din sida har en direkt positiv inverkan på investerarens värdering av Ditt företag. Investeraren får också möjlighet att lära känna Ditt företag genom en så kallad *due diligence*, det vill säga en mycket noggrann undersökning och kontroll av företaget, och Du bör vara medveten om att en sådan kan utvecklas till en ganska lång och jobbig process.

Det är svårt att ange hur lång tid förhandlingen tar. Tiden varierar beroende på en investerings specifika förutsättningar och investerarens arbetsbelastning. En inte ovanlig målsättning hos investerare är att ett indikativt besked om en investering ska kunna ges senast sex veckor efter den första kontakten.

Inled inte diskussioner med flera olika investerare samtidigt, utan koncentrera Dig på någon eller ett par åt gången. Investerare pratar med varandra, och det kan ge ett dåligt intryck om det framkommer under förhandlingen att Du samtidigt för diskussioner med ytterligare ett antal investerare.

DINA RÅDGIVARE

Det blir allt vanligare att tillväxtföretagare tar hjälp av externa, professionella rådgivare från till exempel fondkommissionärer samt revisions- eller advokatbyråer (ofta kallade *service providers*). Denna hjälp kan omfatta enstaka rådgivnings-samtal, kontakter, hjälp att skriva affärsplan, företagsvärdering, juridik samt assistans vid förhandlingar med investerare. Erfarna och kompetenta rådgivare är en viktig tillgång för Dig som tillväxtföretagare – inte minst när Du förbereder Dig inför Ditt första möte med investerare.

Professionell rådgivning är emellertid mycket dyr. Tänk därför på att förhandla om pris och betalningsvillkor. Rådgivare med erfarenhet av tillväxtbolag är i regel villiga att förhandla om betalningsvillkoren för att vinna nya intressanta kunder. Rådgivning på kredit eller ett mindre delägarskap är två tänkbara varianter.

Försök också att få kontakt med en erfaren entreprenör som genomgått processen med riskkapitalanskaffning. En sådan entreprenör kan ge Dig många värdefulla råd.

Att tänka på:

- Var noga med Ditt val av rådgivare.
- Förhandla alltid om pris och betalningsvillkor.
- Sök också kontakt med en erfaren entreprenör för rådgivning.

Rådgivarna har emellertid ingen större betydelse vad avser investerarnas beslut som sådant, i varje fall inte vad avser tillväxtföretag i tidiga skeden. Det är viktigt att komma ihåg att det är entreprenören eller företagaren som investeraren vill träffa och lära känna, inte dennes rådgivare. Rådgivaren bör därför huvudsakligen agera i bakgrunden som Ditt personliga bollplank. Själva förhandlingen bör Du i så stor utsträckning som möjligt genomföra själv.

Undvik, åtminstone vid de inledande kontakterna med investeraren, att presentera allt för glassiga prospekt eller företagsvärderingar som är bättre lämpade för mogna företag. Det är i första hand Dig och Din idé som investeraren vill lära känna. Etablerade värderingsmodeller kan användas på ett senare stadium under förhandlingen, för att komplettera bedömningen av företaget.

Att tänka på:

- Det är Dig investeraren i första hand vill träffa och lära känna.
- Påkostade prospekt och företagsvärderingar imponerar inte på investeraren.

5. Den klassiska tillväxtresan

Tillväxtföretagets utveckling från idéstadiet till exit i form av en börsintroduktion (IPO) eller försäljning (trade sale) beskrivs ofta som en resa. Det är viktigt att Du skaffar Dig en uppfattning om hur Din resa kan komma att se ut, och vilka olika finansieringssteg som är nödvändiga – inte minst för att öka Din förståelse för hur det första steget påverkar företagets finansieringsmöjligheter i framtiden.

Nedanstående figur kan tjäna som ett enkelt exempel på hur tillväxtresan kan se ut. Den kan dock variera beroende på typ av företag och bransch.

Hela resan tar i regel fem–sju år, och som framgår av figuren ovan genomför ett tillväxtbolag ett antal finansieringsrundor. Efter varje runda får företaget ytterligare delägare, och Din ägarandel sjunker successivt. Detta kompenseras dock förhoppningsvis av ett stigande värde på Den andel som Du behåller. Långtifrån alla resor slutar emellertid med en kraftig värdestegring och

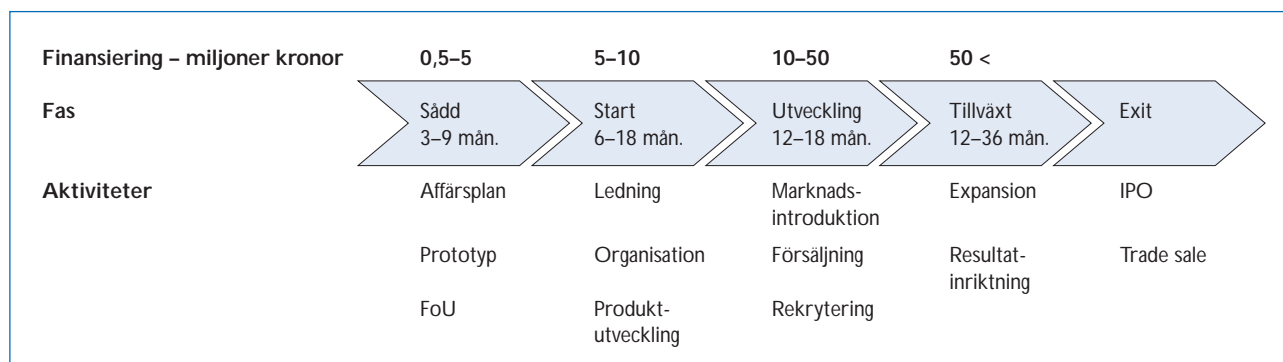
lycklig exit; tvärtom räknar investerarna med att endast en–tre investeringar av tio blir verkligt framgångsrika. Detta förklarar orsaken till investerarnas höga avkastningskrav.

DIN INVESTERARE

När Du väljer att kontakta en investerare, i synnerhet första gången, bör Du tänka igenom det hela så att investeraren verkligen är rätt för Dig och Din verksamhet. Det är inte bara pengarna som avgör utan också investerarens kompetens och rykte. Glöm inte att Din första investerare är Din kompanjon när nästa finansieringsrunda ska genomföras. En seriös och välkänd investerare och kompanjon kan fungera som en kvalitetsstämpel på företaget.

Att tänka på:

Rätt investerare tillför pengar, kompetens och kvalitetsstämpel.



6. Värdering av tillväxtföretag

Föregående kapitel ville påvisa hur viktig Du själv är i investerarens beslutsprocess, och även betydelsen av en väl genomförd förhandling har betonats.

Det intryck Du ger, och de kunskaper investeraren får om Din affärsidé och verksamhet, ligger till grund för investerarens första subjektiva värdering av företaget – *förnuftsvärderingen*. Därutöver förekommer ett antal etablerade teoretiska värderingsmodeller som används som komplement till förnuftsvärderingen. Dessa spelar mindre roll vad avser värdering av tillväxtföretag i tidiga skeden, men de får ökad betydelse allt efter som företaget mognar.

Här redogörs mycket kort för de två vanligaste etablerade metoderna – *jämförande värdering* och *kassaflödesvärdering*.

De vanligaste värderingsmetoderna är:

- Förnuftsvärdering
- Jämförande värdering
- Kassaflödesvärdering.

FÖRNUFTSVÄRDERING

Förnuftsvärdering är sannolikt den i särklass vanligaste värderingsmetoden. Den är formlös och bygger på investerarens kunskaper, erfarenheter, kombinationsförmåga och intuition. Den används medvetet eller omedvetet vid värdering av alla företag, och tillförlitligheten är beroende av investerarens personliga egenskaper.

Förnuftsvärderingens största svaghet, vilket också gäller de etablerade teoretiska metoderna, är att det är omöjligt att sia om framtiden. Investerarens intuitiva bedömning torde emellertid vara den värdering som väger tyngst i beslutsprocessen.

En försiktig investerare gör kanske också en *substansvärdering* av företaget inom ramen för sin förnuftsvärdering. En sådan värdering innebär att investeraren, med utgångspunkt från företagets balansräkning, försöker skaffa sig en uppfattning om företagets lägsta värde vid en ordnad försäljning eller likvidation. En substansvärdering torde emellertid spela liten roll för ett investeringsbeslut i ett ungt tillväxtföretag.

JÄMFÖRANDE VÄRDERING

En jämförande värdering (eller relativvärdering) innebär att ett företag jämförs med andra liknande företag. Ofta anges resultatet i form av multiplar, där den vanligaste multipeln är *P/E* (price/earnings – priset på ett företag i förhållande till nästa års förväntade vinst). En multipel på tio betyder att företaget värderas till tio gånger nästa års förväntade vinst.

För företag som inte redovisar vinst kan i stället *P/S*-multipeln användas (price/sales – företagets pris i förhållande till dess försäljning). Andra mer branschspecifika multiplar kan till exempel vara priset i förhållande till antalet besökare på en hemsida, antal hotellrum eller antal medlemmar.

Storleken på multipeln varierar, bland annat beroende på åldern på värderingsobjektet. Som tumregel kan nämnas att ju yngre detta är, desto lägre blir multipeln. Precisionen i metoden är kanske inte den bästa, men den har en stor fördel – den är enkel att tillämpa och kan därför ge en snabb värdeindikation. Den tillämpas ofta som en förlöpare till eller parallellt med andra värderingsmetoder.

KASSAFLÖDESVÄRDERING

Kassaflödesvärdering är en mer komplicerad och krävande metod än den jämförande värderingen. Den kräver expertkunskap och passar bäst för mogna företag. Den vanligaste varianten är den så kallade *DCF-metoden (discounted cash flow)*. Mycket kortfattat går metoden ut på att man gör en prognos av alla framtida kassaflöden som verksamheten förväntas generera, med utgångspunkt från historiska kassaflöden i ett företag samt vissa ekonomiska och branschspecifika basfakta, och anger vad dessa (och därmed företaget) är värda i dag. En utförligare framställning avseende företagsvärdering med tonvikten på kassaflödesvärdering kan Du bland annat finna i IVA-skriften *Värdering av tillväxtföretag (IVA-M 328)*.

NÄR ANVÄNDS DE OLIKA METODERNA?

Den ena metoden utesluter inte den andra, utan ofta tillämpas flera metoder samtidigt. Vilken som dominerar i varje enskilt fall hänger delvis ihop med tillgången på basfakta om andra företag i samma bransch, historiska resultat i ett specifikt företag (det vill säga företagens mognads-

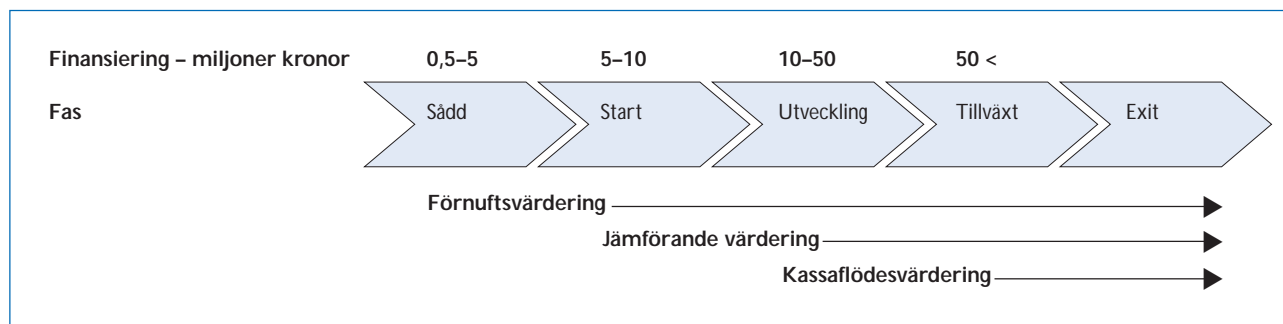
grad), tradition samt värderarens kunskaper och preferenser. Nedanstående figur kan tjäna som exempel.

RISKANALYS

Oavsett vilken värderingsmodell som används gör investeraren någon form av riskanalys vad gäller investeringen, och det kan därför vara bra att känna till vilka delkomponenter som i regel ingår i en sådan analys. Dessa är i korthet följande:

- Managementrisken – Är ledningen kompetent att driva och utveckla företaget?
- Teknikrisken – Håller produkten eller tjänsten vad den lovar?
- Marknadsrisken – Finns det ett behov av produkten eller tjänsten?
- Den finansiella risken – Hur mycket kan jag förlora på min investering?

Managementrisken är sannolikt den viktigaste delkomponenten i investerarnas riskanalys av unga tillväxtföretag. (Se mer om detta i kapitel 9.)



7. Prioriterade faktorer

I den inledningsvis nämnda enkäten ombads investerarna att bland annat redogöra för hur de generellt prioriterade tio olika faktorer i tillväxtföretagens olika utvecklingsfaser. Frågan var allmänt ställd, och avvikelser från sammanställningen nedan kan naturligtvis förekomma i enskilda fall beroende på specifika omständigheter. Matrisen kan emellertid fungera som en bra indikation på vilka faktorer investerarna bedömer som viktigast i ett företags olika skeden.

Av matrisen kan tre tydliga tendenser utläsas:

- Investerarnas intresse för entreprenören är stort i tillväxtföretagets tidiga skede, men minskar när företaget uppnår en mer mogen fas.
- Kassaflöden spelar en blygsam roll vid bedömningen av ett tillväxtföretag i tidiga skeden.
- Ett tillväxtföretags ledning är alltid betydelsefull.

Tio faktorer i prioritetsordning

Såddfas	Startfas	Utvecklingsfas	Tillväxtfas
Entreprenören	Entreprenören	Ledningen	Ledningen
Ledningen	Ledningen	Entreprenören	Affärsidén
Affärsidén	Affärsidén	Produkterna	Affärsplanen
Immateriella rättigheter	Immateriella rättigheter	Affärsidén	Kunderna
Produkterna	Affärsplanen	Kunderna	Anställda
Affärsplanen	Kunderna	Affärsplanen	Kassaflöden
Kunderna	Produkterna	Anställda	Allianser
Anställda	Anställda	Immateriella rättigheter	Produkterna
Allianser	Allianser	Allianser	Entreprenören
Kassaflöden	Kassaflöden	Kassaflöden	Immateriella rättigheter

8. Prissättning av andelar i tillväxtföretag

Vi har tidigare understrukt hur viktig den personliga relationen mellan tillväxtföretagaren och investeraren är. Värderingen av framför allt unga tillväxtföretag bygger inte i första hand på siffror och ekonomiska termer; en bra relation kan vara en avgörande faktor för ett investeringsbeslut. Investeraren är alltså inte enbart intresserad av att få en så stor ägarandel som möjligt till lägsta möjliga pris.

Ytterst handlar dock ett investeringsbeslut om att tjäna pengar, och investerarens krav på avkastning på sin investering är högt. Det är därför viktigt att förstå hur investeraren prissätter den ägarandel i företaget som han eller hon bedömer som nödvändig för att avkastningskravet ska uppfyllas.

AFFÄRSRISK OCH VÄRDERING

Ju tidigare skede som ett tillväxtföretag befinner sig i, desto svårare är det att bestämma dess värde. För att investeraren ska kunna bestämma ägarandelen ställd i relation till investeringens storlek, måste denne först värdera affärsrisken och bestämma sig för ett framtida värde på företaget. Värdetidpunkten sammanfaller i regel med investerarens placeringshorisont och förmodade exit.

Som nämnts tidigare är investerarens branschkunskap, erfarenhet och intuition samt relationen mellan investeraren och tillväxtföretagaren av mycket stor betydelse när investeraren värderar affärsrisken.

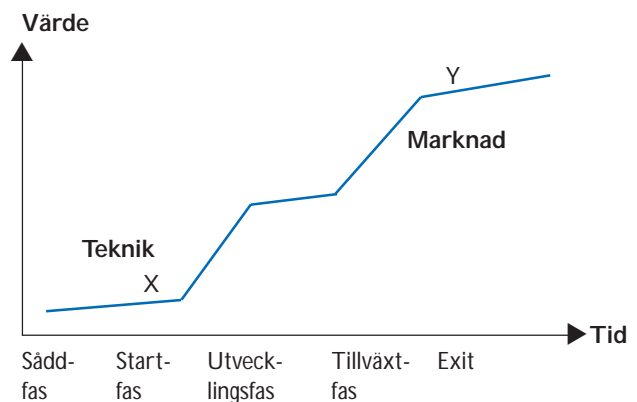
"Tillväxtföretagare underskattar i regel två saker när de söker riskkapital: finansieringsbehovets storlek och tiden för att utveckla företaget."

VD, riskkapitalbolag

Nedanstående figur visar mycket översiktligt hur ett tillväxtföretags aktiviteter förändras under dess olika utvecklingsfaser. Som en konsekvens av detta förändras också företagens värde och investerarens värderingsfokus.

X = Investeringstidpunkt

Y = Värderingstidpunkt och planerad exit



Källa: Industrifonden

För en investerare är det *relationen* mellan investeringens värde vid investeringstillfället och värdet vid en framtida exit som är intressant.

"Det är investeringens värde vid en exit som är viktig, inte värdet på andelen när jag gör investeringen."

VD, riskkapitalbolag

ÄGARANDEL OCH PRIS

Tillväxtföretagaren har i regel ett bestämt önskemål när det gäller hur stor investering som denne vill att investeraren ska göra. Investeraren utgår i

sin tur ifrån ett bestämt årligt avkastningskrav på sina investeringar. Avkastningskraven varierar en hel del mellan olika investerare, men deras genomsnittliga årliga avkastningskrav kan grovt anges till ca 30 procent vad avser unga tillväxtföretag. (Ibland anges avkastningskravet som en genomsnittlig avkastning på investerarens hela investeringsportfölj.) Eftersom investeraren måste räkna med att vissa investeringar misslyckas, kan kravet på ett enskilt företags avkastningspotential dock vara betydligt högre.

När investeraren har bestämt sig för ett framtida värde på företaget, till exempel om sex år, kan denne med utgångspunkt från avkastningskravet baklänges räkna ut hur stor ägarandelen måste vara, ställd i relation till storleken på den önskade investeringen. Mycket förenklat kan man säga att det är tillväxtföretagaren som sätter priset och investeraren som bestämmer andelen.

Priset och ägarandelen påverkas av:

- Tillväxtföretagets investeringsbehov
- Investerarens avkastningskrav
- Investerarens bedömning av affärsrisken
- Relationen mellan investeraren och tillväxtföretagaren
- Din förhandlingsskicklighet.

För att komplettera uppräkningsen bör även konjunktur och investeringstrender nämnas.

Nedanstående matris visar i starkt förenklad form hur stor ägarandel en investerare måste ha i ett tillväxtbolag vid ett årligt avkastningskrav på

30 procent och en investeringshorisont på sex år. Matrisen utgår ifrån fem olika antaganden om ett tillväxtföretags framtida värde (mellan 20 och 100 miljoner kronor) samt ett kapitalbehov som varierar mellan 2 och 10 miljoner kronor.

Uppskattat framtida marknadsvärde av ett tillväxtföretag efter sex år

Kapitalbehov	Miljoner kronor	20	40	60	80	100
	2	48 %	24 %	16 %	12 %	10 %
4	96 %	48 %	32 %	24 %	19 %	
6		72 %	48 %	36 %	29 %	
8		96 %	64 %	48 %	38 %	
10			80 %	60 %	48 %	

Källa: *Three Keys to Obtaining Venture Capital* (PriceWaterhouse-Coopers)

Den verkliga storleken på en investerares ägarandel i unga tillväxtföretag varierar, men i genomsnitt ligger den på 25–30 procent. En allmän synpunkt bland investerare är dock att tillväxtföretagaren bör behålla en så stor andel av sitt företag att denne har kvar sin entusiasm och motivation.

Som nämnts i kapitel 4 blir det emellertid allt vanligare att investerare försöker begränsa sitt risktagande genom att syndikera sin investering med andra lämpliga investeringspartner. Effekten av detta kan bli att den totala ägarandel som dessa partner erhåller kan bli betydligt högre än 25–30 procent i enskilda fall.

9. Avslutande reflexioner

I denna skrift har vi framhållit betydelsen av entreprenörens och investerarens personliga egenskaper vid en värdering av unga tillväxtföretag. En mycket viktig förutsättning för en förnuftig värdering och ett framgångsrikt partnerskap förefaller vara dessa aktörers relation. Om detta stämmer, är dessutom brister i personliga egenskaper och relationer starkt bidragande faktorer till att en investering kan misslyckas.

Industrifonden är en av de äldsta och största aktörerna på den svenska riskkapitalmarknaden. Man har för närvarande ett engagemang i ca 300 företag genom lån och riskkapital. Fonden har gått igenom sina misslyckade projekt under perioden 1979–1999, och denna genomgång gav vid handen att orsakerna till dessa misslyckanden grovt kunde delas upp enligt följande:

- svagt ledarskap
- tekniska svårigheter
- marknadsmässiga problem
- finansiella problem.

Dessa orsaker stämmer väl överens med de delkomponenter som ofta ingår i investerarnas riskanalyser (se kapitel 6).

Ofta är det en kombination av minst två av dessa orsaker som leder till ett misslyckande. Svagt ledarskap är den vanligaste enskilda orsaken, men i större etablerade företag är inte problemet med svagt ledarskap lika framträdande som i små nystartade företag. Etablerade företag

har i regel löst eventuella ledningsproblem tidigare. Där är i stället tekniska svårigheter en vanligare orsak till misslyckanden.

I de unga företagen är ofta ledningen liten till antal, oerfaren och obeprövad. Det kan vara svårt, även för en erfaren investerare, att på ett tidigt stadium rätt värdera ledningens kvalitet eller lämplighet i ett specifikt fall. Tendensen är emellertid helt klar – investerarna koncentrerar sig allt mer på att värdera ledningens eller entreprenörens förmåga att leda och utveckla verksamheten, eftersom framgångsrika företag i regel domineras av en stark ledare.

I kapitel 4 nämndes några viktiga personliga egenskaper som investerarna uppskattar hos en tillväxtföretagare – entusiasm, målmedvetenhet, öppenhet, ödmjukhet, tydlighet och realism. Till dessa kan läggas ytterligare några typiska egenskaper för den framgångsrike entreprenören:

- marknadsinstinkt
- handlingskraft
- bra säljare
- ärlighet.

Hur många tillväxtföretagare känner igen sig i vår beskrivning? Troligen långtifrån alla. Men äger Du någon eller några av dessa egenskaper i kombination med envishet och mod så är prognosen god att Du förr eller senare blir en framgångsrik tillväxtföretagare!

CONNECT i Sverige

CONNECT har till uppgift att genom frivilliga insatser sammanföra entreprenörer med de finansiella, tekniska och företagsutvecklande resurser de behöver för att skapa och utveckla tillväxtföretag i Sverige. Detta sker genom lokala aktiviteter som de regionala CONNECT-nätverken utför samt genom större aktiviteter som nätverken genomför tillsammans med CONNECT Sverige.

CONNECT-verksamheten i Sverige består i dag av de regionala nätverken CONNECT Stockholm, CONNECT Väst, CONNECT Skåne, CONNECT Uppsala, CONNECT Norr, CONNECT Sydost, CONNECT Mälardalen och CONNECT Halland samt av CONNECT Sverige, en projektgrupp inom Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA).

CONNECT Sverige fungerar som ett stöd och en resurs för de regionala nätverken. Dessutom organiserar projektgruppen aktiviteter på riksplånet i samarbete med nätverken när det krävs fler aktörer än vad dessa vanligtvis kan mobilisera. Vidare producerar CONNECT Sverige en skriftserie på aktuella teman för tillväxtföretag.

De aktiviteter CONNECT regelbundet genomför inkluderar:

- Möt en forskare
- Möt en entreprenör
- Möten kring CONNECT-skrifterna
- Språngbrädor
- Finansieringsfora
- Partnerskapsfora
- Kurser och seminarier.

De regionala nätverken finansieras genom medlemsavgifter från professionella tjänsteföretag, industriföretag, riskkapitalbolag och enskilda medlemmar samt genom avgifter på olika partnerpaket som medlemmarna erbjuds att köpa. Entreprenörer och nya tillväxtföretag behöver inte vara medlemmar för att få hjälp i nätverken. CONNECT Sverige finansieras i huvudsak av Stiftelsen för Kunskaps- och Kompetensutveckling samt Industrifonden.

För ytterligare information, se CONNECT:s hemsida: www.connectsverige.se.

Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA) är en fristående akademi med uppgift att främja tekniska och ekonomiska vetenskaper samt näringslivets utveckling. I samarbete med näringsliv och högskola initierar och föreslår IVA åtgärder som stärker Sveriges industriella kompetens och konkurrenskraft. För ytterligare information, se IVA:s hemsida: www.iva.se.



Industrifonden verkar för lönsam tillväxt och förnyelse av det svenska näringslivet. Detta sker genom finansiering via olika typer av lån eller ägarkapital till främst små och medelstora företag. En finansiering från Industrifonden är skräddarsydd för varje enskilt företags eller projekts behov och kombineras alltid med kompetent rådgivning. För ytterligare information, se Industrifondens hemsida: www.industrifonden.se.

