



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Företagsvärdering av new tech-bolag

- En kvalitativ studie om hur new tech-bolag värderas i praktiken -

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning
Vårterminen 2016
Handledare: Andreas Hagberg
Författare: Oskar Nolåker
Pontus Tjernberg

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,

Kandidatuppsats, Externredovisning VT 16

Författare: Oskar Nolåker och Pontus Tjernberg

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Företagsvärdering av new tech-bolag - En kvalitativ studie om hur new tech-bolag värderas i praktiken

Bakgrund och problem: Det finns en pågående debatt om övervärdering av företag i teknologisektorn. Det finns inget självklart sätt att värdera ett bolag, värdet på ett privat företag är en subjektiv bedömning som är baserad på värderarens analys. Det finns omständigheter runt new tech-bolag som gör att de blir svårvärderade. Svårigheten med att värdera företagen av den typen beror på avsaknaden av intäkter, finansiell historik och bra jämförelseobjekt.

Syfte: Att ge ett empiriskt bidrag till hur företagsvärdering av new tech-bolag går till i praktiken. Studien ämnar undersöka om praktiker använder sig av värderingsmodeller som är etablerade i litteraturen och hur de i sådana fall appliceras. Vidare skall vi undersöka vilka faktorer som är viktiga vid värdering av new tech-bolag.

Avgränsningar: I uppsatsen har vi valt att avgränsa oss till att definiera ett företags värde som det pris en investerare är villig att betala vid en investering i bolaget. Vi har även valt att avgränsa oss till att endast inkludera svenska praktiker i studien.

Metod: I studien har fem semistrukturerade intervjuer genomförts med praktiker som aktivt arbetar med värdering av new tech-bolag. Det empiriska materialet har analyserats utifrån en teoretisk referensram om värderingsmodeller och värderingsfaktorer som är anpassade för värdering av new tech-bolag.

Resultat och slutsatser: Studien kan påvisa att de värderingsmodellerna som används av praktiker är de som är bäst lämpade för att använda vid en investeringsförhandling. Praktikers tillvägagångssätt vid värdering liknar VC-metoden. Ett antal viktiga värderingsfaktorer har identifierats. Preferensaktier kan påverka värderingen och det finns en skepsis mot användandet av preferensaktier i ett tidigt stadie.

Förslag till fortsatt forskning: En fördjupad studie av hur preferensaktier kan påverka vid en värdering av ett new tech-bolag anses som intressant. Vidare hade det varit av intresse att studera eventuella skillnader i hur new tech-bolag värderas i olika länder.

Nyckelord: Företagsvärdering, new tech-bolag, värderingsmodeller, värderingsfaktorer

Förord

Vi vill börja med att rikta ett tack till hela institutionen Handelshögskolan i Göteborg för tre fantastiska år som vi alltid kommer att bära med oss. Vidare vill vi rikta ett stort tack till alla våra respondenter som tagit sig tiden att hjälpa oss och som möjliggjort denna studie. Tack till: Johan Ejermark, Miriam Grut Norrby, Per Lindtorp, Andreas Tollerup och Joakim Winggren. Vi vill även rikta ett tack till vår handledare Andreas Hagberg som har givit oss vägledning och värdefulla råd under arbetets gång. Slutligen vill vi tacka de studenter som har opponerat på uppsatsen för den konstruktiva kritik som ni har givit oss.

Göteborg 2016-05-27



Oskar Nolåker



Pontus Tjernberg

Definitioner och nyckelord

Vi vill här introducera er till några nyckelord och förkortningar som genomgående kommer att användas i uppsatsen. I uppsatsen kommer en del engelska uttryck förekomma på grund av att majoriteten av litteraturen inom ämnet är skriven på engelska. I de fall inga direkta svenska översättningar finns har vi valt att behålla de engelska uttrycken.

Venture Capital (VC): Kapital som investeras i projekt med hög risk och med potentiell hög avkastning, risken uttrycks i form av en premium på investeringen (Gompers & Lerner, 2001)

Venture Capital-bolag (VC-bolag): Ett riskkapitalbolag som investerar externt kapital i relativt nystartade företag som normalt sett har negativa kassaflöden (SVCA, 2016).

New tech-bolag: Nystartade bolag inom tekniksektorn där Internet ofta har en central roll i deras affärsmodell. Företagen är yngre, har lite intäkter när de träder in på marknaden och redovisar ofta betydande förluster. För att kompensera för det erbjuder de möjligheter till en stark expansiv tillväxt i framtiden (Damodaran, 2001).

Exit: En avyttring av ägarandel i företag genom försäljning till annan aktör eller börsnotering.

IPO (Initial public offering): Börsnotering.

Pre revenue-bolag: Ett företag som ännu inte har börjat generera intäkter.

Innehållsförteckning

1. Inledning	- 1 -
1.1 Bakgrundsbeskrivning	- 1 -
1.2 Problemdiskussion	- 2 -
1.3 Syfte och forskningsfråga	- 3 -
1.4 Bidrag och relevans.....	- 3 -
1.5 Avgränsningar.....	- 4 -
2. Teoretisk referensram	- 5 -
2.1 Värdering av new tech-bolag	- 5 -
2.2 Relativ värdering.....	- 5 -
2.3 DCF-modellen.....	- 6 -
2.4 Venture Capital-metoden	- 8 -
2.5 Real Option-värdering	- 9 -
2.6 Värderingsfaktorer	- 10 -
2.6.1 Produkt.....	- 10 -
2.6.2 Marknad	- 11 -
2.6.3 Exitalternativ.....	- 11 -
2.6.4 Team	- 11 -
2.6.5 Preferensaktier	- 11 -
3. Metod	- 13 -
3.1 Metodval	- 13 -
3.2 Datainsamling	- 13 -
3.2.1 Val av respondenter	- 15 -
3.3 Insamling av sekundärdata.....	- 17 -
3.4 Analysmodell	- 17 -
4. Empiri	- 18 -
4.1 Tillvägagångssätt vid värdering av new tech-bolag.....	- 18 -
4.2 Relativ värdering.....	- 19 -
4.3 DCF.....	- 20 -
4.4 Real option-värdering	- 20 -
4.5 Viktiga faktorer vid en värdering.....	- 20 -
5. Analys	- 24 -
6. Slutsats	- 30 -
6.1 Förslag till vidare forskning.....	- 31 -
Litteraturförteckning	- 32 -
Bilaga 1	- 35 -

1. Inledning

1.1 Bakgrundsbeskrivning

Under de senaste tio åren har digitaliseringen av varor och tjänster, även kallad för den nya ekonomin, intensifierats (Bremann & Felländer, 2014). Enligt en rapport från McKinsey Global Institute (2014) är digitaliseringen en strukturomvandling av ekonomin och mindre aktörer kan nu lättare slå sig in på marknader och börja konkurrera med befintliga storföretag. En bakomliggande faktor till det beror på att bolagen drar nytta av de fördelar som finns genom att verka på en digital marknad. Cavusgil and Knight (2015) anser att digitaliseringen och den tekniska utvecklingen har möjliggjort för det de benämner som "born globals". Nystartade bolag kan idag på ett mycket tidigare stadiet verka på en internationell marknad och därmed ha en skalbar affärsmodell. Flanc (2015) belyser att det har uppstått en winner-take-all mentalitet på den digitala marknaden. Det förklarar Flanc (2015) med att lönsamheten hos marknadsledaren inom sin nisch ofta är mycket högre och det leder till att ett förhållandevis litet antal som verkar inom den nya ekonomin blir lönsamma.

Den här transformationen har lett till att en ny typ av företag vuxit fram. De går att urskilja genom att de vill skala upp verksamheten snabbt genom att investera mycket i ett tidigt skede i bland annat marknadsföring, forskning och utveckling. Majoriteten av bolagen förlorar mycket pengar i ett tidigt skede och har ofta väldigt små eller obefintliga intäkter i förhoppning om att kunna ta marknadsandelar och snabbt bli en stor aktör på marknaden. Den här strategin för att skapa ett framgångsrikt företag i den nya ekonomin kräver ofta mycket riskkapital i ett tidigt skede. (Noe & Parker, 2005)

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) finns det flera olika motiv till varför en företagsvärdering är nödvändig och viktig. Vid en förändring i ägarstrukturen vilket bland annat kan ske vid en försäljning, fusion eller kapitalanskaffning till bolaget är det av stor vikt att värderingen av bolaget visar en rättvis bild av företaget. Nilsson et al. (2002) anser att det inte finns något självklart sätt för att komma fram till en korrekt värdering av ett företag, eftersom att på en privat marknad är värdet en subjektiv bedömning som är baserad på värderarens analys. Damodaran (2010) beskriver tre omständigheter som försvårar värderingsprocessen och estimering av ett företags värde blir svårare. Den första är om företag visar negativa resultat, den andra är om företag är relativt nystartade där den finansiella historiken är begränsad och den tredje är om företag verkar i en sektor där det finns få eller saknar bra jämförelseobjekt. En grupp av företag där de försvårande faktorerna återfinns är i det som Damodaran (2001) beskriver som new tech-bolag. Damodaran (2001) menar att new tech-bolagen kan identifieras genom att de är nystartade bolag inom tekniksektorn och att Internet ofta har en central roll i deras affärsmodell, vilket även beskriver många av de företag som växer fram i den nya ekonomin. Företagen är yngre, har lite intäkter när de träder in på marknaden och redovisar ofta betydande förluster. För att kompensera för det erbjuder de möjligheter till en stark expansiv tillväxt i framtiden

(Damodaran, 2001). Eftersom new tech-bolag oftast kännetecknas av negativa resultat och att företagets tillgångar till största del består av svårvärderade immateriella tillgångar så har de traditionella värderingsmetoderna som baseras på avkastning och tillgångar övergetts för att ersättas med nya metoder för att värdera den här typen av bolag (Damodaran, 2001; Mun, 2006).

Enligt en ny rapport från Industrifonden (2016) var 2015 ett rekordår för den svenska internet- och startup sektorn och 9,4 Miljarder svenska kronor investerades genom venture capital i svenska teknologibolag. Samtidigt som riskkapital strömmar in i svenska techföretag pågår det en debatt om att många av bolagen i sektorn är för högt värderade. En av de som uttalat sig i debatten är Hans Otterling, partner på venture capital bolaget Northzone, säger i en intervju till Dagens Industri att: *”Däremot är frågan om vi är i en värderingsbubbla. Det finns en uppenbar risk att förhoppningarna, precis som år 2000, springer iväg. Bolag som egentligen borde bevisa sig mer får en skyhögt värdering för tidigt”*. (Ström, 2015)

1.2 Problemdiskussion

I litteraturen förklaras och beskrivs olika metoder som har tagits fram för att värdera de bolag som beskrivs i bakgrunden eftersom de traditionella värderingsmetoderna som baseras på ett företags avkastning eller tillgångar inte längre är applicerbara (Damodaran 2001; Mun, 2006). Några av de vanligast förekommande metoderna som beskrivs i litteraturen är venture capital-metoden, relativ värdering, DCF-analys samt real options-värdering (Metrick & Yasuda, 2010).

Grunden för en företagsvärdering är att uppvisa en så rättvisande bild av ett företags värde som möjligt menar Nilsson et al. (2002). Enligt Mun (2006) så måste man veta vad som kommer hända i framtiden för att kunna göra en helt korrekt företagsvärdering, något som är omöjligt för någon att veta exakt. Mun (2006) beskriver att företagsvärdering är mer av en konstform än en vetenskap. I fallet med new tech-bolag blir det ännu svårare att förutspå framtiden på grund av flera olika faktorer bland annat det faktum att företagen oftast inte har några befintliga intäkter. Det blir därför intressant ur en investerares synvinkel hur en uppskattning av framtiden görs för att komma fram till en värdering för ett sådant företag, när det finns mycket osäkerhetsfaktorer runt omkring

Damodaran (2010) menar att en företagsvärdering av ett bolag av beskriven karaktär aldrig kommer att vara exakt utan att intervallet för värderingen kan vara stort. Damodaran (2010) menar dock att det inte är kvalitén på värderingsmetoderna som orsakar intervallet utan att den naturliga osäkerheten om att estimerar framtiden som skapar det.

Den pågående debatten kring övervärderingen av företag i teknologisektorn samt oklarhet kring hur ett företag med obetydliga intäkter, ingen finansiell historik och avsaknad av bra jämförelseobjekt kan få en rättvisande värdering, väcker frågan hur dessa värderingar går till i praktiken.

1.3 Syfte och forskningsfråga

Uppsatsen syfte är att ge ett empiriskt bidrag till hur företagsvärdering av new tech-bolag går till i praktiken. Studien skall undersöka om praktiker använder sig av värderingsmodeller som är etablerade i litteraturen kring ämnet, och hur de i sådana fall appliceras i praktiken. Vidare skall vi undersöka vilka faktorer som är viktiga vid värdering av new tech-bolag.

- Hur värderas new tech-bolag och vilka faktorer är viktiga vid en sådan värdering?
- Hur använder sig praktiker av teoretiska modeller när det värderar new tech-bolag?

1.4 Bidrag och relevans

Den övergripande forskning som tidigare bedrivits har till största delen handlat om att beskriva och förklara teoretiska värderingsmetoder för att värdera relativt nystartade företag med negativt resultat och med få eller inga jämförelsebara konkurrenter. Den tidigare forskningen har berört problemområden vid värderingen av den här typen av företag samt definierat sektorer som berörs av den värderingsproblematik som kan uppstå. I litteraturen nämns ofta värderingsmetoder som venture capital-metoden, DCF-analys, relativ värdering samt real options analys (Metrick & Yasuda, 2010).

Vårt bidrag kommer att komplementera den tidigare litteraturen med praktisk kunskap om hur en företagsvärdering går till och hur modellerna används i praktiken. Studien kommer även att bidra med praktikers syn på vilka faktorer och egenskaper i ett new tech-bolag som påverkar värderingen. Majoriteten av litteraturen som berör området är skriven på engelska med utgångspunkt från den Amerikanska marknaden. Det är därför relevant att studera ämnet för att ge ett bidrag till forskningen angående hur svenska praktiker använder sig och förhåller sig till den mestadels amerikanska litteraturen.

En studie av valt problemområde är intressant då den kommer att ge ett empiriskt bidrag till hur en värdering av ett new tech-bolag går till i praktiken och kan vara till nytta för en potentiell investerare av den här typen av företag. Uppsatsen ger även ett praktiskt bidrag till entreprenörer för att öka förståelsen för hur investerare värdesätter företag och vilka faktorer som har stor betydelse vid en företagsvärdering.

Uppsatsen är relevant eftersom den ger möjligheten till en ökad förståelse för ämnet företagsvärdering som är en viktig del i vårt finansiella system. Uppsatsen berör värdering av en relativt ny grupp företag där det finns svårigheter som komplicerar värderingsprocessen vilket gör ämnet intressant att studera.

1.5 Avgränsningar

I uppsatsen har vi valt att avgränsa oss till att definiera ett företags värde som det pris en investerare är villig att betala vid en investering i bolaget. Av den anledningen har vi avgränsat oss till praktiker som arbetar med företagsvärdering i samband med investeringar eller kapitalanskaffning i new tech-bolag.

Vi har även valt att avgränsa oss till att endast inkludera svenska praktiker i studien. Avgränsningen har gjorts på grund av att vi ansåg att det skulle vara större chans att upprätta kontakt med relevanta respondenter, vilket är viktigt för att uppfylla studien syfte.

2. Teoretisk referensram

I denna del presenteras de teoretiska värderingsmetoder som i litteraturen beskrivs som de mest användbara vid värdering av new tech-bolag. För- och nackdelar tas upp för de olika metoderna och kommer sedan användas för att analysera empirin, genom att undersöka hur metoderna används i praktiken. I referensramen tas även viktiga faktorer som påverkar värdet i ett new tech-bolag upp för att senare analysera hur faktorerna har en påverkan vid en värdering.

2.1 Värdering av new tech-bolag

Nilsson et al. (2002) menar att det inte finns något självklart tillvägagångssätt att komma fram till ett korrekt värde av ett onoterat företag. Onoterade företag saknar en referenspunkt i form av ett noterat marknadspris för att bestämma värdet på företaget, därför krävs det en subjektiv bedömning för att värdera ett företag på en privat marknad enligt Nilsson et al. (2002). För att göra en subjektiv uppskattning av ett företags värde påpekar Nilsson et al. (2002) att en del finns ett antal modeller som är vetenskapligt förankrade och beroende på företagets karaktär används olika modeller.

New tech-bolag är en grupp av företag som enligt Damodaran (2001) kan identifieras genom att de är nystartade företag inom teknik-sektorn. Damodaran (2001) påpekar att new tech-bolag har små intäkter när de träder in på marknaden och att de ofta går med förlust. Enligt Damodaran (2001) kompenserar företagen med att erbjuda möjligheter för en stark expansiv tillväxt i framtiden. New tech-bolag förknippas främst med företag som verkar i en digital miljö och Internet har ofta en central roll i deras affärsmodell menar Damodaran (2001). Nya metoder har tagits fram för att värdera den här typen av företag eftersom de ofta har negativa resultat och svårvärderade immateriella tillgångar, vilket gör att de traditionella värderingsmetoderna inte är applicerbara (Damodaran, 2001; Mun, 2006).

2.2 Relativ värdering

Relativ värdering som också är känt som jämförelsevärdering eller multipelanalys har som huvudsakligt mål att ge marknadens syn på ett företags värde. För att göra det börjar investerarna med att identifiera företag som liknar investeringsobjektet för att sedan analysera olika värderingsmultiplar för dessa företag. De värderingsmultiplar som tas fram används sedan som nyckeltal för värdering av investeringsobjektet tillsammans med annan marknadsinformation som finns tillgänglig. (Metrick & Yasuda, 2010). Enligt Flanc (2015) så kan det vara svårt att hitta jämförelsebara företag men att kriterierna som används för att hitta dessa är marknadsandel, målgrupp, storlek, tillväxt, kapitalstruktur och geografisk placering.

För värdering av de flesta företagen finns många olika multiplar som baseras utifrån omsättning, vinst eller tillgångar. För företag som inte har några intäkter så blir multiplar

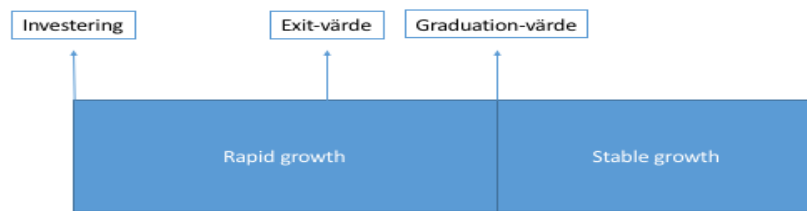
baserade på jämförelseföretagets omsättning och resultat värdelösa att använda då det inte finns något att multiplicera med. Multiplar baserade på ett företaget tillgångar blir också problematiska att använda eftersom de ofta inte reflekterar över new tech-bolagens i många fall viktigaste tillgång vilket är företagets teknologi. (Damodaran, 1999). För att värdera ett new tech-företag bör därför multiplar som används inte vara finansiella utan snarare kvalitativa och branschspecifika (Flanc, 2015). Multiplarna som används för att värdera ett new tech-bolag är istället baserade på icke-finansiell information som t.ex. antal besök på en hemsida, antal unika besökare på en sida eller antal prenumeranter. (Koller, Goedhart, Wessels, 2010)

Damodaran (2010) nämner flera anledningar till varför relativ värdering är ett populärt tillvägagångssätt vid värdering. En av de viktigaste är att den är betydligt mindre tids- och informationskrävande än till exempel diskonteringsmodeller. Damodaran (2010) menar att många praktiker ofta måste försvara sin värdering och en relativ värdering är lättare att försvara jämfört med en diskonteringsmodell. Vid användandet av en diskonteringsmodell måste praktikern göra egna antaganden för att kunna räkna ut ett värde, men vid relativ värdering utgår man ifrån vad marknaden värderar företaget till. Även i en förhandling är en diskonteringsmodell mer komplicerad att förklara vilket gör det lättare att sälja in en värdering med en relativ värderingsmetod till motparten (Damodaran, 2010). Kritik riktad mot metoden är att användandet av den kan resultera i att nyckelfaktorer som risk, tillväxt och kassaflödespotential ignoreras, vilket kan leda till en felaktig värdering (Damodaran, 2010). En svaghet med relativ värdering där branschspecifika multiplar används är enligt Damodaran (2006) att det kan under- eller övervärdera ett företag på grund av att andra företag i branschen är felvärderade. Ytterligare en potentiell fallgrop kan enligt Damodaran (2006) vara svårigheten att relatera branschspecifika multiplar till värdeskapande, leder till exempel ytterligare en besökare av företagets webbsida till högre intäkter och vinster.

2.3 DCF-modellen

Discounted cash flow analysis som vi väljer att benämna som DCF-modellen och är enligt Metrick och Yasuda (2010) den värderingsmetod som ger den mest rättvisande bilden av ett företags värde, om korrekt information används vid uträkningen. Vidare påpekar Metrick och Yasuda (2010) att det inte är någon lätt uppgift eftersom mycket uppskattningar måste göras, synnerligen för ett företag av karaktär likt ett new tech-bolag. Mun (2006) menar att DCF-modellen har fördelar i form av att den är tydlig eftersom den är kvantitativ och är ekonomiskt rationell. Vidare menar Mun (2006) att modellen har en fördel för att den tar hänsyn till tidsvärdet på pengar. Även om metoden har sina fördelar så framhäver Mun (2006) att metoden även har sina nackdelar som huvudsakligen ligger svårigheten att förutspå hur företagets framtid kommer att se ut. Osäkerheten i företagets framtida kassaflöden och att metoden bygger på att mycket uppskattningar om framtiden måste göras leder till svårigheter att uppskatta företags framtida värde (Mun, 2006). I grunden av alla DCF-modeller så menar Damodaran (2001) att estimeringar av framtida kassaflöden diskonteras med en lämplig diskonteringsränta. Damodaran (2001) anser att i en DCF-modell anpassad för företag med stark tillväxt så är ett företags värde en funktion av fyra variabler: kassaflöden, förväntad

tillväxt av kassaflöden, längden av perioden som företaget kan uppehålla stark tillväxt och kapitalkostnaden.



Damodaran (2001) menar att det finns två tillväxtfaser i nystartade företag som måste beaktas vid en DCF-värdering av ett bolag med kraftig tillväxt, de är rapid growth-fasen och stable growth-fasen. Under rapid growth-fasen så har företaget en högre tillväxttakt än resten av industrin och ekonomin som helhet, medan under stable growth-fasen så närmar sig företaget normal tillväxttakt för industrin (Metrick & Yasuda, 2010).

Enligt Damodaran (2001) så börjar värderingen med att estimeras hur länge företaget kommer att uppehålla en stark tillväxt de vill säga hur lång tid det kommer att ta innan företaget kommer in i stable growth-fasen. Det måste även göras en uppskattning om hur stark tillväxttakten kommer vara under den tiden och vilka kassaflöden som kan förväntas. Historisk data från liknande företag används ofta för att göra estimeringar om hur länge rapid growth-fasen kommer att pågå och hur stark tillväxt som kan förväntas under den tiden. (Metrick & Yasuda, 2010)

Damodaran (2001) påpekar att kapitalkostnaden för en investering baseras utifrån företagets avkastningskrav från investerare samt kostnaden för företagets lån. Ytterligare framhäver Damodaran (2001) att det finns vissa skillnader när kapitalkostnaden ska räknas fram för ett new tech-bolag. Det första är att deras kapitalstruktur nästan enbart består utav eget kapital vilket gör att kapitalkostnaden ofta ligger väldigt nära investerarnas avkastningskrav. Det andra är att kapitalkostnaden kan komma att förändras över åren eftersom företaget växer och blir mer stabilt. Det tredje är att det kan vara svårt att hitta historisk data för att estimeras en kapitalkostnad, eftersom new tech-bolags finansiella historik ofta är kort och volatil.

Eftersom företag inte har en bestämd livslängd så skulle en investerare behöva räkna ut de framtida kassaflödena för all evighet för att kunna värdera företaget, vilket inte är möjligt för ett new tech-bolag menar Damodaran (2001). Ett viktigt värde blir enligt Metrick och Yasuda (2010) istället graduation-värdet. De förklarar att graduation-värdet är det värdet företaget har när det övergår från rapid growth-fasen till stable growth-fasen. Graduation-värdet är ett framtida nuvärde av företaget. Det framtida nuvärdet beräknas utifrån de estimerade framtida kassaflödena under stable growth-fasen och diskonteras med antagandet att tillväxt och kapitalkostnad kommer att ligga konstant för all tid framöver. Eftersom graduation-värdet är

ett framtida nuvärde för företaget några år fram i tiden så måste det diskonteras tillbaka för att vi ska få ett nuvärde för graduation-värdet idag. (Damodaran, 2001)

För att räkna ut det totala nuvärdet för företaget idag adderas enligt Damodaran (2001) det diskonterade graduation-värdet för bolaget med de framräknade diskonterade kassaflöden för företaget. De diskonterade kassaflödena baseras på de kassaflöden som företaget kommer att ha under rapid growth-fasen fram till att det går in i stable growth-fasen (Damodaran, 2001).

2.4 Venture Capital-metoden

Venture capital-metoden som vi väljer att benämna som VC-metoden är en metod framtagen för att värdera investeringar med hög risk likt de som ofta ett VC-bolag utför (Sahlman & Scherlis, 1987). Enligt Aydin (2015) är metoden den mest använda metoden i praktiken för bolag som saknar intäkter. Metoden är populär bland investerare eftersom den tar in viktiga element för investeraren som avkastningskrav, chansen att företaget ska lyckas samt hur utspädningen av aktier kan komma att se ut i framtida investeringsrundor (Metrick & Yasuda, 2010). Metrick och Yasuda (2010) beskriver att för metoden skall vara tillämplig behöver uppskattningar göras och investerarna gör dessa estimeringar med hjälp av historisk data och baserat på investerarnas egna erfarenhet.

Metrick och Yasuda (2010) hävdar att det finns olika sätt att implementera VC-metoden men att alla varianter delar fyra huvudsakliga element vilka är exitvärdering, diskonteringsränta, eventuell utspädning av aktier och investeringsrekommendation. Vidare påpekar Metrick och Yasuda (2010) att det kan skilja sig mellan användare i vilken ordning man väljer att tillämpa stegen.

Enligt Metrick och Yasuda (2010) är exitvärdet det värde ett företag har vid en lyckad exit. Metrick och Yasuda (2010) påpekar att en lyckad exit kan beskrivas som när företaget börsnoteras eller säljs till en annan part, det brukar generellt ligga tre till sju år fram i tiden för ett VC-bolag. Att beräkna exitvärdet på ett företag är det viktigaste bidraget vid värdering med hjälp av VC-metoden. För att räkna ut ett exitvärde används huvudsakligen relativ värdering (Se avs. 2.2) och DCF-värdering (Se avs. 2.3). Metrick och Yasuda (2010) belyser att det exitvärde som tas fram med DCF-värdering kommer att vara baserat på rapid growth-fasen och stable growth-fasen eftersom en exit sker innan företaget har nått stable growth-fasen. Värdet kommer att vara ett framtida nuvärde för de framtida estimerade kassaflödena efter exit. DCF-värdering fokuserar på investerarens bedömning av bolaget medan relativ värdering använder marknadens åsikter om företag som liknar investeringsobjektet. Båda tillvägagångssätten har sina för- och nackdelar och en försiktig investerare bör tillämpa båda två. Tillsammans ska ett framtida exitvärde kunna förutspås. (Metrick & Yasuda, 2010)

För att kunna konvertera exitvärdet till ett nuvärde behövs en diskonteringsränta tas fram. Diskonteringsräntan motsvarar investerarnas avkastningskrav och är ofta hög vid användandet

av VC-metoden. För att räkna ut nuvärdet diskonteras exitvärdet med diskonteringsräntan. Även företagets probabilitet att göra en lyckad exit tas i beaktning. (Metrick & Yasuda, 2010)

VC-metoden appliceras ofta på företag med negativa kassaflöden till skillnad från många av de traditionella värderingsmetoderna. Eftersom företagen som värderas har negativa kassaflöden så kan företaget behöva göra ytterligare investeringsrundor för att få in mer kapital i framtiden, vilket därmed leder till en utspädning av gamla investerares andelar. En investerare som använder VC-metoden tar därför hänsyn till eventuell utspädning av aktier och estimeringar måste göras angående sannolikheten att det skall ske, samt storlek på framtida investeringsrundor. (Metrick & Yasuda, 2010)

Enligt Metrick och Yasuda (2010) är det sista steget i metoden att göra en investeringsrekommendation. Det innebär att investerare gör en utvärdering om hur stor andel i företaget de måste få i utbyte för den tänkta investeringen ska bli lönsam.

Damodaran (2009) hävdar att det finns ett problem med att använda relativ värdering för att räkna ut exitvärdet i VC-metoden. Det problemet är enligt Damodaran (2009) att exitvärdet räknas ut med multiplar som är aktuella idag, men exitvärdet är meningen att vara ett uppskattat värde för företaget några år fram i tiden. De multiplar som är aktuella på dagens marknad behöver inte vara aktuella vid en exit några år framåt i tiden (Damodaran, 2009).

2.5 Real Option-värdering

Mun (2006) beskriver att real option värdering, vidare benämnt som ROV, är en värderingsmetod som används för att värdera företag som verkar på marknader där framtiden är osäker och svår att förutse. Metoden har sitt ursprung från olje- och gruvindustrin där osäkerheten vid investeringar är påtaglig och har senare anammats vid värdering av företag inom läkemedels- och teknologibranschen (Mun, 2006).

Enligt Mun (2006) är ROV en vidareutveckling av DCF-modellen som är beskrivet i avsnitt 2.3 genom att ROV dessutom tar hänsyn till ledningens förmåga att fatta olika beslut som påverkar utfallet av ett företags framtida tänkta kassaflöden. Mun (2006) beskriver att ledningen har möjlighet att fatta beslut som har en stor betydelse för företags framtid. Exempel på viktiga beslut kan vara att stoppa ett projekt som inte lever upp till förväntningarna, valet att expandera till ett annat affärsområde eller valet att vänta med en investering till en osäkerhetsfaktor har klargjorts. ROV beaktar sannolikheten av utfallet att de olika scenarierna av ledningens beslut lyckas eller misslyckas. En vanlig DCF metod är i det avseendet statisk eftersom den endast kan beakta ett utfall och inte anpassa sig efter ledningens olika beslut menar Mun (2006).

Den stora skillnaden mot en DCF-modell är enligt Mun (2006) att ROV tar hänsyn till framtida scenarion och sannolikheten att de skall inträffa. Summan av de framtida sannolikhetsjusterade kassaflödena diskonteras sedan för att få fram ett nuvärde och därmed en värdering av företaget.

ROV har enligt Mun (2006) stora användningsfördelar i en bransch där ett fåtal investeringar har betydande inflytande på företagets framtid. Företag som verkar i teknologi- och Internetsektorn är enligt Mun (2006) bolag där mycket vikt och förhoppning knyts till ett fåtal investeringar och därför är ROV en fördelaktig metod att använda. Mun (2006) påpekar att om värderingen endast baseras på en DCF modell finns det en stor risk att bolaget undervärderas på grund av att man går miste om kassaflöden från en framtida potentiell investering. Mun (2006) konstaterar att en investering där inga kassaflöden kommer att genereras inom den närmaste framtiden skulle se olönsam ut med en DCF modell, men att utfallet skulle kunna se annorlunda ut med ROV.

En nackdel med ROV som Mun (2006) nämner är att det måste finnas olika scenarion för ledningen att fatta beslut efter och även en osäkerhet kring framtiden måste finnas. Är framtiden given finns ingen anledning att använda ROV, men det brukar inte vara fallet påpekar Mun (2006)

Mun (2006) påpekar att det finns kritik mot ROV som säger att modellen är för akademisk och för matematiskt avancerad och därmed inte alltid lämpar sig för praktiker. Mun (2006) menar emellertid att kritiken är överdriven och att det idag finns programvaror som underlättar uträkningarna och att praktiker faktiskt använder metoden.

2.6 Värderingsfaktorer

Enligt MacMillan, Siegel och Narasimha (1985) finns det ett antal faktorer som påverkar hur VC-bolag värderar ett företag i ett tidigt skede med begränsade intäkter. De faktorer som MacMillan et al. (1985) belyser som viktiga vid en värdering av ett företag i ett tidigt skede är produkt, marknad, exitalternativ och teamet.

2.6.1 Produkt

Enligt Kaplan och Strömberg (2001) påverkas värderingen av en produkts teknologi, affärsmodell, marknadspotential och produktens konkurrensmässiga läge. Rea (1989) hävdar att produkten inte behöver vara en signifikant förbättring jämfört med andra produkter på marknaden utan att det ofta räcker att ha någon konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter. En produktfaktor som kan påverka värderingen mycket är om produkten är patenterad vilken gör att den inte går att kopiera (Henkel & Hoenig, 2012). Även Flanc (2015) framhäver att svårigheten att kopiera företagets produkt eller affärsmodell kan påverka mycket vid en värdering. Flanc (2015) menar att skalbarheten vilket innebär möjligheten att ta marknadsandelar för en produkt och även kostnaderna för att ta nya marknadsandelar är en viktig del vid värdering. MacMillan et al. (1985) uppmärksammar att en produkt eller affärsmodell som redan har blivit testad och har bevisat att den fungerar kommer att vägas in tyngre vid en värdering.

2.6.2 Marknad

Kaplan och Strömberg (2001) menar att en stor och växande marknad är något som har en stor vikt för värderingen vid en investering. Rea (1989) hävdar att för ett nystartat företag så är möjligheten för snabb tillväxt ett måste för att investerare ska vara villiga att investera i bolaget. Bland de viktigaste marknadsfaktorerna är hur konkurrensen ser ut på marknaden. Om ett företag har en fungerande produkt och har låg konkurrens på en marknad så kan det leda till en högre värdering av företaget. (MacMillan et al., 1985)

2.6.3 Exitalternativ

För VC-bolag är enligt Kaplan och Strömberg (2001) möjligheterna för en lyckad exit väldigt viktig vid en investering. Det beror på att VC-bolag oftast inte tar ut någon aktieutdelning från sina portföljbolag och ser därmed inte någon avkastning på investeringen förens en exit har gjorts (Kaplan & Strömberg, 2001). Även MacMillan et al. (1985) belyser vikten för investerare att veta hur likvid en tillgång är innan en investering.

2.6.4 Team

MacMillan et al. (1985) nämner att en av de absolut viktigaste faktorerna vid en värdering är teamet bakom företaget. Även Henkel och Hoenig (2012) lyfter fram teamet som en viktig del av värderingen och hävdar att tidigare forskning visar att många VC-bolag tycker att teamet bakom företaget är viktigare än själva affärsidén eller produkten. Rea (2009) nämner att en möjlig förklaring till att teamet anses som viktigare än produkten är för att personer som arbetar inom VC-bolag intresserar sig inte lika mycket för de tekniska aspekterna av produkten. Det skulle enligt Rea (2009) kunna bero på att majoriteten av de personer som jobbar på VC-bolag har en ekonomisk bakgrund snarare än en teknisk bakgrund. MacMillan et al. (1985) belyser också vikten av att ledaren för företaget har de ledarskapsfärdigheterna som krävs för att leda och styra organisationen på ett bra sätt.

2.6.5 Preferensaktier

Denis (2004) menar det finns två fundamentala problem vid finansiering av startups. Det första problemet är enligt Denis (2004) ett informationsasymmetri problem som uppstår mellan investerare och entreprenörer. Entreprenören har ett informationsövertag gällande sin egen produkt och tjänst, vilket gör att investeraren kan ha svårt att säkerställa kvalitén och det potentiella värdet av produkten. Något som ofta kan leda till att entreprenören värderar sitt företag högre än investeraren menar Denis (2004). Burchardt et al. (2016) instämmer med att denna problematik är vanligt förekommande och att den återfinns till större grad i bolag som är i en stark tillväxtfas. Det andra problemet Denis (2004) förklarar är en potentiell moral hazard problematik som kan uppstå efter att en investering har genomförts. Denis (2004) beskriver att entreprenören har incitament att använda de investerade medlen till något som ger vinning för entreprenören själv snarare än att ge maximal avkastning till investeraren. Burchardt et al. (2016) håller med om det och tillägger att entreprenören har möjligheten att hota med att sluta, eftersom att humankapitalet är en av de viktigaste faktorerna i ett bolags tidiga skede.

Denis (2004) menar att investerare försöker att hantera den beskrivna informationsasymmetri- och moral hazard problematik genom att använda olika typer av villkor och avtal i samband med investeringen. Denis (2004) beskriver att de finansiella villkoren och avtalen förflyttar en del av risken i investeringen från investeraren till entreprenören, samt ett sätt att öka incitamenten för entreprenören att visa sitt engagemang för företaget och sin tro till framgång.

För att minska informationsasymmetri- och moral hazard problematiken beskriver Denis (2004) att de vanligast använda finansiella villkoren och avtalen vid en investering i ett företag i ett tidigt skede är olika typer av preferensaktier. En preferensaktie är ett avancerat finansiellt instrument och kan inneha många olika attribut, oftast med syftet att sänka investerarens risk och ge dem en mer gynnsam position vid en senare exit menar Denis (2004). Bartlett (2015) nämner att en variant av preferensaktier är likvidations preferensaktier som även de i sin tur kan ha olika villkor och utformning. En vanlig utformning är enligt Bartlett (2015) att investerare blir garanterade sin ursprungliga investering vid en exit innan resterande aktieägare har rätt till sin del. Bartlett (2015) beskriver att det benämns som "1X" preferensaktie och att det även är vanligt förekommande med "2X" preferensaktie vilket innebär att investerare är garanterad två gånger investeringen före de andra aktieägarna. Bartlett (2015) förklarar även att preferensaktier kan användas för att garantera investerarens företrädesrätt till kvarvarande tillgångar vid en konkurs.

Bartlett (2015) menar att användningen av olika typer av preferensaktier vid en investering kan leda till att bolaget får en högre värdering. Anledningen menar Bartlett (2015) är på grund av att entreprenören vill ha en högre värdering och att VC-bolaget accepterar det i förhandlingsprocessen, men med villkoret att det är preferensaktier. Preferensaktier sänker risken i deras investering, samt ställer högre krav på entreprenören att leverera en större värdeuppgång för att entreprenören skall få utdelning på sina aktier vid en exit. Bartlett (2015) menar också att det finns en nedsida och en risk för entreprenören att använda ett upplägg med preferensaktier. Entreprenören riskerar att bli helt utan avkastning vid en exit om de inte lyckas öka värdet tillräckligt på bolaget, eftersom VC-bolaget är garanterade att få sin avkastning före övriga aktieägare.

3. Metod

Metodkapitlet beskriver det tillvägagångssätt vi har använt oss av för att genomföra vår studie. Kapitlet avser att tydliggöra och förklara val av forskningsmetod och hur information till studien har samlats in.

3.1 Metodval

Vår studie har för avsikt att svara på *hur* praktiker utför en företagsvärdering av new tech-bolag och vilka faktorer som påverkar värderingen. För att kunna svara på det är vår litterära referensram uppbyggd av befintliga värderingsmetoder anpassade för new tech-bolag och viktiga faktorer som påverkar värderingen av ett sådant företag.

Med utgångspunkt i vårt syfte och problemdiskussion har vi valt ett kvalitativt tillvägagångssätt och argumenterar för att det är den bäst lämpade forskningsmetodiken. På grund av att ett företagsvärde utgår från en subjektiv bedömning anser vi att tillvägagångssättet är att föredra. Vi har valt att använda oss av separata djupgående semistrukturerade intervjuer, vilket gör att vår forskningsdesign liknar en fallstudie. Saunders, Lewis och Thornhill (2007) menar att en fallstudie ämnar ge svar på frågan "*hur?*", vilket sammanfaller väl med vårt syfte och problemdiskussion. Bryman och Bell (2013) belyser att en fallstudie där man studerar mer än ett fall gör att man kan jämföra resultaten mot varandra och se vad som är gemensamt och unikt hos respondenterna. Det gör enligt Bryman och Bell (2013) att det ofta går att utföra bättre teoretiska reflektioner av resultaten. Utifrån vårt syfte att ge förståelse om hur en företagsvärdering av new tech-bolag går till i praktiken, har vi i vissa fall under intervjuerna försökt få respondenten att ge verkliga exempel på situationer de ställts inför, utifrån vår beskriva problematik. Saunders et al., (2007) menar att det gör att respondenten kan prata mer avslappnat och ge bättre exempel utifrån egna erfarenheter.

En alternativ metod skulle kunna vara att använda en kvantitativ forskningsmodell och samla in data från ett större urval av praktiker angående hur värdering av new tech-bolag går till genom exempelvis enkätundersökning. Med en större mängd data skulle en mer generell slutsats för hela populationen kunna dras angående hur praktiker genomför värderingen. Vi anser dock att en sådan metod inte till fullo skulle uppfylla vårt syfte, på grund av svårigheter att få svar på *varför* och *hur* en viss värderingsmetodik används eller inte. Den alternativa metoden kan inte generera det djup som nås via det valda kvalitativa tillvägagångssättet och på grund av att en företagsvärdering är en subjektiv bedömning skulle inte syftet nås i tillräcklig mån.

3.2 Datainsamling

Data till den empiriska delen av uppsatsen har samlats in från intervjuer med personer som aktivt arbetar med företagsvärdering vid svenska venture capital-bolag och investmentbanker.

Intervjuerna har skett genom ett semistrukturerat tillvägagångssätt och kan klassificeras som djupgående intervjuer. I våra förberedelser tog vi fram en intervjuguide (se bilaga 1) baserad på teman från vår teoretiska referensram och problemdiskussion för att lättare kunna leda intervjun och stanna kvar vid vårt fokusområde. (Bryman & Bell, 2013; Saunders et al., 2007). Intervjuguiden var baserad på ett antal huvudteman, men innehöll även mer specifika frågor för att möjliggöra en mer ingående diskussion inom vissa områden. Kombinationen av struktur och flexibilitet i det semistrukturerade tillvägagångssättet möjliggjorde att vi kunde gå djupt in i vissa mer komplicerade områden. Vårt tillvägagångssätt underlättade även jämförelsen av intervjumaterial från de olika respondenterna.

Varje intervju inleddes med en grundlig genomgång av vår problemdiskussion och syfte med uppsatsen, samt att vi förklarade och argumenterade för vårt val av uppsatsämne. Vi förklarade även uttryck och koncept som förekommer i uppsatsen. Ett exempel är att vi förklarade konceptet med new tech-bolag för respondenterna så att samtliga skulle vara fullt införstådda i vilken typ av bolag vi var intresserade av i uppsatsen. Genomgången underlättade för att respondenten skulle förstå syftet med intervjun och basera sina svar utifrån vårt problemområde.

Vi valde att sprida ut våra fem intervjuer under ett tidsintervall av två veckor. Genom att sprida ut intervjuerna ansåg vi att mer tid kunde spenderas för att analysera de första intervjuerna för att förbättra kvalitén på de intervjuer som följde. Under arbetsprocessen kunde vi observera några frågor som var mer relevanta än andra. Vissa frågor behövde ytterligare uppföljningsfrågor för att möjliggöra en djupare insyn i ett specifikt område. Upplägget ledde till en förbättrad intervjukvalité och datainsamling, vilket resulterade i att intervjuerna på ett bättre sätt kunde uppfylla vårt syfte och besvara våra forskningsfrågor.

Alla intervjuer som genomfördes spelades in, dels för att vi bättre skulle kunna fokusera på konversationen under intervjun och även för att vi vid sammanställande av intervjumaterialet kunna säkerställa att vi inte missförstått vad som sades. Eftersom majoriteten av våra respondenter var baserade i Stockholm krävdes det att vi reste dit för att genomföra fysiska intervjuer. I de fall det inte var praktiskt möjligt att närvara fysiskt, arrangerades istället intervjun via telefon. Vi anser att det finns både nackdelar och fördelar med båda metoderna. I de fysiska intervjuerna närvarade vi vid företagets huvudkontor, vilket enligt Bryman och Bell (2013) kan göra att respondenten känner en större trygghet. Detsamma gäller även vid telefonintervjuer då respondenten kan välja att utföra intervjun på sitt kontor och även då känna en större trygghet menar Bryman och Bell (2013). Vid fysiska intervjuer kan man argumentera för att det går att läsa av kroppsspråk och gester och genom det få en ytterligare känsla och dimension i intervjun. Vi kände ingen märkbar skillnad i kvalitén mellan de olika intervjuformerna, vilket kan bero på att respondenterna var vana vid telefonkonferenser och ha liknande diskussioner via telefon.

Vi anser att vår valda metod och tillvägagångssätt för genomförandet av intervjun ledde till att respondenten kunde svara utifrån sina egna erfarenheter och dela med sig av en praktikers erfarenheter av det valda problemområdet. I en kvalitativ studie finns risken att frågorna blir för öppna, vilket kan leda till en för bred datainsamling och fokuset kan glida ifrån det

specifika syftet (Bryman & Bell, 2013). Vi anser att det stärker vårt argument att använda uppföljningsfrågor samt tydligt beskriva syfte och problemområde tidigt i intervjun.

3.2.1 Val av respondenter

Valet av respondenter var delvis baserat på tillgänglighet men var samtidigt målstyrt. I Sverige är gruppen av möjliga respondenter relativt liten eftersom praktiker som aktivt jobbar med värderingar av företag av typen new tech-bolag är tämligen få till antalet. De flesta av de personerna som var intressanta för den här undersökningen är baserade utifrån Stockholm även om det finns praktiker på andra platser i landet också. Det kan vara svårt för två studenter som skriver en kandidatuppsats att etablera en kontakt med praktiker inom det här området och att få dem att ställa upp på en intervju. Det beror på att praktikerna ofta har en mycket hög arbetsbelastning vilket gör att det kan vara svårt för dem att avsätta tid för en intervju. Ambitionen med urvalet av respondenter var att deras legitimitet skulle vara hög och att de aktivt arbetade med värdering av den typ av bolag som uppsatsen behandlar.

För att få möjlighet att träffa och intervjua relevanta intervjuobjekt så tog vi nytta av personliga kontakter som i sin tur kunde förse oss med kontaktuppgifter till relevanta potentiella respondenter. Utifrån de kontaktuppgifter vi fick valde vi ut de mest relevanta för undersökningen och tog sedan direktkontakt med de här personerna via e-post. I övriga fall så skickade vi ett e-post till företagets publika e-postadress. Totalt etablerade vi kontakt med 10 potentiella intervjuobjekt som slutligen resulterade i att 5 intervjuer utfördes. I alla fall där det inte resulterade i någon intervju, var den angivna anledning tidsbrist för den kontaktade. Tillgången till respondenter med hänsyn till vårt syfte och problemdiskussion, är som vi ser det, väldigt bra även om hälften av de vi var i kontakt med avböjde att göra en intervju. Vi hade som mål att utföra mellan fem till sju intervjuer, men vi valde att ta kontakt med fler eftersom vi förväntade oss ett relativt stort bortfall. Samtliga personer vi var i kontakt med visade en positiv attityd till vårt uppsatsämne.

Nedan följer en kort sammanfattning om respondenterna, företagen samt var och när intervjun utfördes.

Johan Ejermark - Menmo Ventures (2016-05-04, Telefon)

Menmo Ventures är investeringsverksamheten på Menmo som arbetar med att bygga och utveckla företag. Menmo Ventures är en liten men aktiv aktör på venture capital-marknaden och investerar oftast i ett tidigt stadie i bolagen inom teknologi och mediatjänster.

Johan Ejermark är grundare av Menmo Ventures och arbetar aktivt med investeringar. De investerar ofta i mindre bolag i ett tidigt stadie och nästan alltid i pre revenue-bolag.

Miriam Grut Norrby - Schibsted Growth

(2016-05-11, Telefon)

Schibsted Growth är investeringsverksamheten för Schibsted Media Group och kan klassificeras som ett Corporate VC-bolag. De investerar i snabbväxande digitala företag med stor potential och har oftast en längre investeringshorison än ett traditionellt VC-bolag.

Miriam Grut Norrby är investment manager på Schibsted Growth och arbetar aktivt med avsökning och värdering av potentiella investeringsobjekt. Schibsted Growth investerar främst i snabbväxande digitala företag.

Per Lindtorp - GP Bullhound

(2016-04-28, GP Bullhounds Sverigekontor, Stockholm)

GP Bullhound är en investmenbank med stort fokus på företag inom teknologisektorn. De agerar finansiell rådgivare inom M&A transaktioner och kapitalanskaffningar till teknologiföretag som befinner sig i en stark tillväxtfas. De har även en venture captial avdelning som tidigare investerat i företag som Spotify, Klarna och Mathem.

Per Lindtorp är director på GP Bullhound och arbetar aktivt med kapitalanskaffningar till företag i en start tillväxtfas. Han agerar även rådgivare i M&A.

Joakim Winggren - Almi Invest Västsverige

(2016-05-12 Almi Invest Västsveriges huvudkontor, Göteborg)

Almi Invest är ett statligt venture capital-bolag och är Sveriges mest aktiva investerare. Almi Invest investerar i tidiga faser i bolag med stor tillväxtpotential. Almi Invest investerar aldrig själva i något företag utan måste alltid ha med sig andra investerare. De äger aldrig mer än 49% av ett företag och investerar generellt sett tidigare än andra VC-aktörer.

Joakim Winggren är fund manager på Almi Invest Västsverige och arbetar aktivt med att besluta om investeringar i företag i tidiga skeden.

Andreas Tollerup - Jarl Securities

(2016-05-12, Telefon)

Jarl Securities är en boutique investment bank baserad i Stockholm som agerar finansiell rådgivare inom området för corporate finance. Främst inom M&A och kapitalanskaffningar med stor erfarenhet av sektorer som teknologi, media och telekom. Jarl Securities fokuserar på kapitalanskaffningar inom "growth equity" (företag som växer med minst 10% per år).

Andreas Tollerup är analyst på Jarl Securites och är en del i teamet som arbetar med kapitalanskaffningar främst till företag verksamma inom teknologi, media och telekom. Han är även delaktig och projektleder försäljningar, uppköp och sammanslagningar av företag.

3.3 Insamling av sekundärdata

I uppsatsens referensram har vi haft ambitionen att inkludera den mest framstående litteraturen inom ämnet företagsvärdering med inriktning mot företag av typen new tech-bolag. Genom hela arbetets gång har vi strävat efter att upprätthålla ett kritiskt förhållningssätt vid övervägande av de böcker, artiklar, e-böcker och avhandlingar som har tagits med i uppsatsens referensram. I inledningen av arbetet gjordes en bred granskning av den befintliga litteraturen som är tillgänglig inom ämnet. Efter att ha undersökt tillgänglig litteratur kunde vi bilda en generell uppfattning om vilka värderingsfaktorer som är viktiga vid en värdering av ett new tech-bolag, samt vilka värderingsmetoder som är etablerade inom litteraturen. I referensramen har vi valt att bara ta med värderingsmetoder som är relevanta vid en värdering av ett new tech-bolag och vi har därför inte inkluderat de mer traditionella värderingsmetoderna. Därefter smalnade vi av sökområdet och mer specifika sökningar gjordes för att få mer fördjupade kunskaper inom området. Under tiden vi läste litteratur om ämnet observerade vi begrepp och nyckelord som senare kunde användas vid sökningar och det hjälpte oss att hitta relevant litteratur för att ytterligare fördjupa våra kunskaper inom ämnet.

För att finna litteratur inom ämnet har vi främst använt oss av internetsökningar, men vi har även blivit rekommenderade litteratur av personer som är pålästa inom ämnet. Under arbetet har vi använt databasen Business Source Premier samt använt oss av sökmotorerna Google Scholar, Libris och Göteborgs Universitets sökfunktion. Då majoriteten av litteraturen inom ämnesområdet är skriven på engelska så har vi mestadels använt oss av sökord på engelska men sökningar har också utförts med svenska sökord.

De sökord som har använts mest frekvent: *Valuation, Venture capital, VC method, Real option analysis, Företagsvärdering, Pre-revenue valuation, Relative valuation, Preferred stocks, Evaluation factors, VC investments, Early stage investment, New tech valuation.*

3.4 Analysmodell

Analysen kommer att utgå från den teoretiska referensramen för att bearbeta det insamlade empiriska materialet och därigenom söka efter samband och avvikelser med litteraturen inom området.

Analysen ämnar jämföra svenska praktikers synsätt på vilka faktorer som är viktiga vid en värdering av ett new tech-bolag mot hur de beskrivs i teorin. Analysen skall även ge svar på vilka värderingsmodeller som används av svenska praktiker och hur de skiljer sig mot teorin inom området. Genom att undersöka hur den teoretiska referensramen appliceras i ett praktiskt perspektiv ämnar det ligga till grund för våra slutsatser och därmed ge svar på våra frågeställningar.

4. Empiri

I empiriavsnittet kommer vi att presentera den data vi har samlat in genom intervjuer med våra fem respondenter. Avsnittet är en sammanställning av respondenternas resonemang och egna erfarenheter kring företagsvärdering av new tech-bolag.

4.1 Tillvägagångssätt vid värdering av new tech-bolag

Samtliga respondenter nämner under intervjuerna svårigheterna med att värdera new tech-bolag. Miriam Grut Norrby på Schibsted Growth menar att new tech-bolag är svårvärderade eftersom de ofta har en produkt som tidigare inte har existerat och att det råder en extremt stor osäkerhet runt hela bolaget. Osäkerheten om framtiden och kring framtida kassaflöden är problem som kontinuerligt nämns som problemområden vid värdering under intervjuerna med respondenterna. Flera av respondenterna hävdar att nystartade företag utan någon finansiell historik eller intäkter tvingar investerare att vid en värdering använda den information som faktiskt finns tillgänglig och som på ett rimligt sätt kan motivera en värdering. Grut Norrby påpekar att det inte finns någon universell värderingmetod för att värdera startups. Enligt flera av respondenterna så sätter inte värderingsmodellerna företagets värde utan värdet bestäms genom förhandlingsprocessen mellan köpare och säljare. Vidare menar Andreas Tollerup på Jarl Securites att värderingsmodellerna snarare används som argument i förhandlingsprocessen. Grut Norrby förklarar att på grund av den stora osäkerheten som råder för bolag i tidiga skeden, blir inte alla deras investeringar lyckade. De krävs därför att avkastningen på de lyckade investeringarna är så pass stora att det täcker upp för de misslyckade samt genererar den önskade avkastningen på hela portföljen. Det leder därför till att avkastningskraven vid varje enskild investering blir relativt hög menar Grut Norrby. Enligt Per Lindtorp på GP Bullhound har VC-bolag ett avkastningskrav någonstans mellan tre till tio gånger pengarna för investeringar i ett pre revenue-bolag, beroende på vilken riskprofil investeringsobjektet har.

Samtliga respondenterna beskriver deras tillvägagångssätt vid en värdering av ett företag av typen new tech-bolag på ett likartat sätt. De förklarar att de inleder med att estimerar ett värde för ett företag vid en potentiell framtida exit. För att prognostisera ett företags värde vid en framtida exit använder sig respondenterna av relativ värdering. Flera av respondenterna beskriver att när de räknar fram ett exitvärde på ett new tech-bolag försöker de bilda en rimlig uppfattning om hur företagets intäkter kommer att se ut vid tidpunkten för exit. Eftersom new tech-bolag ofta saknar finansiell historik och intäkter förklarar Tollerup att de använder den information som finns tillgänglig för att bilda en uppfattning om företagets framtida intäkter. Tollerup nämner att ett vanligt tillvägagångssätt är att de först undersöker hur många användare företaget har idag. Sedan uppskattar de vad som skulle kunna vara en rimlig intäkt per användare utifrån företagets tänkta intäktsmodell. De gör sedan en bedömning utifrån entreprenörens estimeringar hur tillväxten i användarantal kommer att se ut de följande åren och kontrollerar samtidigt rimligheten i antagandena. För att räkna ut ett exitvärde för

företaget används de prognostiserade värdena som tagits fram. De multipliceras sedan med multiplar som är baserade på liknande företag på marknaden som nyligen genomgått en exit och ger då ett prognostiserat exitvärde.

Respondenterna förklarar att de sedan diskonterar det framräknade exitvärdet med investerarnas avkastningskrav. Lindtorp menar att storleken på avkastningskravet beror på risken i investeringen. Det ger då ett nuvärde på företaget som vidare kan användas i en förhandlingsprocess.

Respondenterna påpekar att företagets framtida kapitalbehov kan det leda till att det krävs fler investeringsrundor i framtiden, vilket leder till att deras aktier i företaget kan komma att spädas ut. Flera av respondenterna ansåg att det är en viktig faktor att ta hänsyn till. Joakim Winggren på Almi Invest menar att det inte är något han lägger särskilt stor vikt vid. Winggren påpekar att eftersom Almi Invest ofta är bland de första investerarna i ett företag, är det svårt att uppskatta framtida potentiella investeringsrundor och storleken på dem. Han förklarar att det är svårt att veta hur mycket kapital ett företag kommer att behöva i ett så tidigt skede. Samtliga respondenterna nämner att det är viktigt att ta hänsyn till storleken på ägarandelen i företaget efter en investering.

Alla respondenterna beskrev sitt arbetssätt på ett snarligt vis men det var endast Grut Norrby som använde benämningen VC-metoden för att beskriva arbetssättet.

4.2 Relativ värdering

Vikten av att förstå hur liknande bolag på marknaden värderas poängteras av samtliga respondenter. Jämförelsevärdering är ett relativt enkelt och användbart sätt för att komma fram till ett värde för ett företag med karaktärsdrag likt new tech-bolag menar respondenterna. Alla respondenterna använder på ett eller annat sätt en relativ värderingsmetod. Grut Norrby anser att ett tillvägagångssätt är att försöka hitta ett liknande bolag som nyligen tagit in pengar och till vilken värdering det gjordes. Grut Norrby menar att man då utgår från jämförelsebolaget för att försöka hitta ett par multiplar. Det kan krävas en större kreativitet i sökandet av jämförelsetalen eftersom bolagen ofta inte är lönsamma och även saknar intäkter vilket gör att P/E samt EV/Sales multiplar blir värdelösa att använda förklarar Grut Norrby. Beroende på vilken bransch bolaget verkar i kan det enligt respondenterna skilja sig i vilka multiplar som är intressanta att använda, men i många new tech-bolag ställer man ofta företagets värde i relation till användare, aktiva användare, prenumeranter eller nedladdningar av applikationen. Samtliga respondenter tar upp branschspecifika multiplar som en användbar metod och något som kan motivera värderingen av ett bolag.

Tollerup menar att vid en förhandling är relativ värdering ett pedagogiskt verktyg som gör det lättare att försvara sin värdering än om en mer komplicerad metod skulle ha använts. Johan Ejermark på Menmo Ventures nämner att de främst använder relativ värdering för att se om entreprenörens antagande om värderingen är rimlig. De granskar då etablerade och marknadsledande företag inom den nisch som det bolag som skall värderas verkar. Ejermark

menar att det till exempel inte är rimligt att en ny aktör värderar sina användare lika högt som en marknadsledare med en bevisad intäktsmodell gör. Grut Norrby anser att genom att studera vad liknande företag värderas till vid kapitalanskaffning i ett tidigt skede, går det att skapa en mer generell uppfattning om vad ett företag i den fasen ungefärligt är värt. Samtliga respondenter anser att det kan vara svårt att hitta bra jämförelseobjekt, vilket försvagar metoden och gör att den inte på egen hand kan användas för att motivera en värdering.

4.3 DCF

Alla respondenter är överens om att DCF modellen är en välkänd och användbar modell inom företagsvärdering. Deras enade bild av DCF modellen är att om det på ett tillförlitligt sätt går att prognostisera kassaflöden är den väldigt enkel och användbar för att bestämma företags värde. De menar emellertid att modellen är svår att applicera vid värdering av new tech-bolag på grund av bristen av finansiell historik och osäkerheten kring framtida intäkter. Lindtorp menar att det krävs att de värden man använder i modellen är tillförlitliga för att få ett rättvisande resultat utav modellen. Lindtorp påpekar att de enda DCF uträkningar han litar på är de han har gjort själv, för då kan han med säkerhet veta vilka antaganden som har gjorts. Grut Norrby menar att när företag är i ett pre revenue-stadie och i en stark tillväxtfas, finns ingen mening att göra en DCF-analys och att företagsvärdet måste bestämmas på andra sätt.

4.4 Real option-värdering

Ingen av respondenterna nämner att de har varit i kontakt med real option-värdering (ROV) vid värdering av ett new tech-bolag och att de inte använder metoden i praktiken. Samtliga respondenterna menar att på grund av att de värden som används i metoden är väldigt osäkra gör det att resultatet av modellen inte blir tillräckligt tillförlitligt. Winggren och Tollerup hävdar att det krävs att även mottagaren är väl införstådd i hur modellen fungerar för att den skall kunna användas i en förhandling och ligga till grund för värderingen. Winggren anser det blir problematiskt om köpare och säljare inte förstår varandra i förhandlingen och därför kan modeller likt ROV bli för akademiska. Även Lindtorp menar att det skulle vara svårt att använda en sådan teoretisk och matematisk modell i en förhandling och tycker inte det skulle tillföra särskilt mycket. Grut Norrby menar att bolag i tidiga skeden, vilket new tech-bolag ofta är, kan liknas vid ett experiment och att det därför inte vore lämpligt att använda ROV. Hon förklarar att det krävs för mycket antaganden för att använda metoden och att det är svårt att räkna ut sannolikheter på olika vägar företaget kan ta. Tollerup menar att i bolag där du vet mer om utfallet baserat på de olika valmöjligheter som finns, skulle modellen vara mer användbar. Till exempel i ett läkemedelföretag vet man ofta mer vad en lyckat R&D projekt kan generera i intäkter, det skulle då vara det lättare att applicera modellen anser Tollerup.

4.5 Viktiga faktorer vid en värdering

Respondenterna är överens om att preferensaktier och olika typer av villkor kan påverka värderingen av bolag vid en investering. Lindtorp betonar att det går att konstruera

preferensaktier på väldigt många olika sätt. En vanlig konstruktion är att investeraren kan ges en given avkastning på exempelvis två till tre gånger investeringen före någon annan aktieägare är berättigad sin andel vid en försäljning eller IPO av bolaget. Lindtorp menar att värderingen på företaget baserad på sådana villkor kan tappa i betydelse. Han framhåller att preferensaktierna leder till att investeraren är villig att gå med på en högre värdering av företaget eftersom preferensaktierna i avtalet minskar investerarens risk. *”Det är viktigt att tänka på att det inte bara är värderingen i sig som spelar roll, utan att det är villkoren i övrigt också”* konstaterar Lindtorp.

Winggren nämner att preferensaktier kan användas om köpare och säljare har svårt att komma överens om en värdering av bolaget. Han menar att det dock att det kan leda till att värderingen trycks upp i utbyte mot att investeraren erhåller en lägre risk. Winggren och Ejermark hävdar att det framförallt brukar vara entreprenörerna som eftersträvar en högre värdering med användandet av olika typer av villkor och preferensaktier. Grut Norrby förklarar att en anledning till det kan vara för att visa en positiv värdeutveckling vid en ny investeringsrunda och inte ta någon nedrunda, det vill säga att företaget visar på en negativ värdeutveckling sedan senaste investeringsrundan. Entreprenörer använder dessutom det som ett mått för hur bra det går påpekar Grut Norrby. Winggren, Grut Norrby och Ejermark menar att de oftast försöker undvika användandet av preferensaktier, främst på grund av den potentiella risken för att göra entreprenören lottlös vid en senare exit. Det kan förstöra incitamenten för entreprenören att fortsätta driva bolaget till sin bästa förmåga enligt Winggren och Ejermark. Grut Norrby anser att entreprenören gör sig själv en otjänst som försöker nå en högre värdering genom att använda preferensaktier i ett tidigt stadie, Grut Norrby betonar att meningen med att anskaffa nytt kapital till företaget är för att kunna ta sig från punkt A till punkt B och inte för att försöka nå en högre värdering på sitt bolag. Grut Norrby påpekar att större VC-fonder som investerar i ett senare skede kan ha olika krav från de som tillhandahåller kapital till fonden. Det kan göra att de är tvingade att använda preferensaktier och andra villkor. Något som även Winggren nämner som en potential orsak till användandet av preferensaktier.

Samtliga respondenterna är överens om att teamet är en viktig värdebestämmande faktor i ett företag. Winggren lyfter fram teamet som en av de viktigaste faktorerna när de värderar ett new tech-bolag och poängterar att mixen av kompetenser i bolaget är mycket viktigt. Winggren ger ett exempel i form av att ett team som enbart består utav tekniker inte är ultimata utan att det är önskvärt att ha människor med säljkompetens. Det är ger en större chans att företaget kommer att lyckas menar Winggren. En fördel med att ha en blandning av kompetenser i ett team är enligt Winggren att företaget slipper ta in personal eller konsulter under uppbyggandet av företaget för att lösa problem av olika karaktär som uppstår. Han förklarar att det blir väldigt kostsamt att behöva ta in folk och att det alltid är en fördel om personerna bakom företaget kan göra så mycket som möjligt själva. Ejermark anser också att teamet är otroligt viktigt och har stor vikt i värderingen på grund av att produkten i bolag i tidiga skeden, vilket new tech-bolag ofta är, kommer ändras väsentligt innan framgång uppnås. Ejermark framhåller att *”för oss är ofta teamet en huvudfaktor att kolla på och kan därför motivera en lite knasig värdering, på grund av att man tror att teamet kommer få ihop*

det. Även om inte första idén lyckas kan ett bra team hitta en alternativ lösning”. Även Grut Norrby betonar vikten av ett bra team och menar att ”är det rätt personer, ökar chansen att de kommer att lyckas”.

Samtliga respondenter lyfter fram produkten och företagets affärsmodell som väsentliga faktorer vid en värdering av ett new tech-bolag. Vikten av att kunna uppvisa någon form av bevis på att produkten eller affärsmodellen fungerar är något som samtliga respondenter påpekar. Något som visar att produkten eller affärsmodellen fungerar kan vara att företaget har möjlighet att visa kundstatistik eller har pilotkunder som har testat produkten och kan ge feedback. Lindtorp berättar att de vid värdering ofta undersöker hur företag har lyckats i ett annat land eller i en subsektor som en form av bevis för att deras affärsmodell fungerar.

Eftersom new tech-bolag har väldigt små eller obefintliga intäkter så belyser respondenterna att det är viktigt att ta reda på om företaget har någon klar intäktsmodell. De anser att det är viktigt att se om kunder är villiga att betala för produkten eller tjänsten som företaget erbjuder. Tollerup förklarar att vid en värdering av ett pre revenue-bolag så är det viktigt att det ska finnas en påtänkt intäktsmodell för företaget. Det skall enligt Tollerup vara troligt att företaget har en möjlighet att tjäna pengar på sin affärsidé. Grut Norrby nämner att om ett företags produkt löser ett specifikt problem så blir företaget mer intressant. Winggren berättar att han vid en analys av en produkt granskar om produkten är en så kallad ”Nice to have” eller en ”Need to have”. En ”Nice to have”-produkt beskriver han som något en kund kan finna ett nöje i att ha men som inte har någon egentlig nytta medan en ”Need to have”-produkt löser ett visst problem eller fyller ett visst behov hos kunden. Vidare menar Winggren att en ”Need to have”-produkt generellt sätt värderas högre eftersom det finns en högre sannolikhet att en framtida kunder är villiga att spendera pengar på en sådan produkt.

Flera av respondenterna påpekade att affärsmodellens skalbarhet är ett betydande kriterium vid en värdering. Grut Norrby menar att om ett företag har en skalbar affärsmodell där produkten har möjligheten att nå ut till flera marknader så kommer det leda till en högre värdering av bolaget. Affärsidéns unicitet var något som respondenterna i intervjun studerade vid en värdering. De framhåller att produkten kommer att väga tyngre vid en värdering om den urskiljer sig från sina konkurrenter på ett positivt sätt. Enligt Grut Norrby är det viktigt att se över risken att någon annan kan kopiera affärsidén. Hon menar att *”Om ett företag har byggt upp något på bara ett par år, vad hindrar någon annan att göra samma sak?”.*

Marknadspotentialen var något som alla respondenterna lyfte fram som viktigt och en marknadsanalys av den marknaden som bolaget verkar på var en av de första sakerna respondenterna utförde vid en värdering. Faktorer som marknadens storlek, omsättning, inträdesbarriärer, konkurrens och om det var en växande marknad vägdes in av respondenterna vid utförandet av en marknadsanalys. Konkurrensen på marknaden är något som Lindtorp framhäver som viktigt att beakta. Han påpekar även att för bolag som verkar på en digital marknad är det av stor vikt att snabbt ta marknadsandelar för att bli en ledande aktör. Om det redan finns etablerade aktörer så finns det en risk att det är en mättad marknad hävdar Lindtorp. Vidare menar han att genom att bli störst på en marknad så höjs

inträdesbarriärerna till marknaden för bolagets konkurrenter och företaget kan på så sätt uppnå konkurrensfördelar.

Förutom att undersöka marknadspotentialen så uttryckte samtliga respondenter vikten av att utforska hur exitalternativen såg ut för företag ett par år fram i tiden. Flera av respondenterna hade en relativt klar tidshorisont för en investering på ett bestämt antal år. Respondenterna menar att det blir därmed intressant att se vilka alternativ som finns för investeringsobjektet vid tidshorisontens slut. Innan en potentiell investering kartlägger respondenterna vilka som skulle kunna vara intressanta köpare i framtiden eller möjligheterna för att börsnotera bolaget. Winggren menar att det i vissa fall går att observeras synergier mellan det potentiella investeringsobjektet och andra etablerade aktörer på samma marknad och att det är ett exempel på ett möjligt exitalternativ. Han menar att företaget då kan inkorporeras i den mer etablerade koncernen efter en avyttring. Ejermark säger att det är viktigt att titta på potentiella uppköpare av företaget i framtiden och vad de skulle tänkas vara beredda att betala. Grut Norrby förklarar att Schibsted Growth har som mål att bygga långsiktigt framgångsrika företag och att de inte jobbar med en förbestämd tidshorisont på samma sätt som många andra VC-aktörer. En exit är inte huvudmålet utan Schibsted Growth fokuserar snarare på att investera i företag som kan tänkas ingå i deras ägarportfölj en lång tid framöver. Trots att deras arbetssätt skiljer sig från andra aktörer så förklarar Grut Norrby att det är viktigt att undersöka exitalternativ och vilket värde ett företag skulle kunna värderas till om det lyckas några år fram i tiden. Hon menar att även om tidshorisonten kanske skiljer sig åt så är ambitionen densamma vilket är att investera i företag med stor potential som i framtiden kommer ha ett högre värde än vid investeringen.

5. Analys

I analyskapitlet kopplar vi samman insamlad empiri med den teoretiska referensramen. I kapitlet analyseras och diskuteras likheter och skillnader mellan praktiken och litteraturen. Tolkningar och jämförelser mellan de två kommer att resultera i en slutsats och svara på vår frågeställning.

I vår studie stärks problematiken som Damodaran (2001) tar upp med att värdera new tech-bolag. Samtliga respondenter menar att det råder en stor osäkerhet kring framtida kassaflöden och brist på finansiell historik vilket gör att det inte går att använda traditionella värderingsmetoder. Grut Norrby påpekar att det inte finns någon universell modell för att värdera ett företag av den här karaktären.

Utifrån våra intervjuer med studiens respondenter så har vi kunnat observera att förhandlingsprocessen har en stor påverkan vid värdering av ett new tech-bolag. Flera av respondenterna i studien menar att ett företags värde bestäms genom förhandlingsprocessen mellan köpare och säljare. Vid diskussioner angående värderingsmodeller med respondenterna så är förhandlingsprocessen något som ofta används som en referenspunkt för att förklara vilka modeller som används i praktiken och varför de appliceras. Tollerup menar att det inte är värderingsmodellerna som bestämmer värdet på företagen. Värderingsmodellerna används enligt Tollerup istället för att argumentera för sin värdering vid en förhandling. Utifrån de svar vi har fått från övriga respondenter angående vilka värderingsmodeller de använder går det att tyda att de i likhet med Tollerup använder modellerna för att motivera deras värdering i en förhandlingsprocess.

När respondenterna blev ombudda att förklara sitt tillvägagångssätt för att värdera ett new tech-bolag beskrev samtliga ett liknande tillvägagångssätt. Det tillvägagångssätt som beskrevs var väldigt likt det som Metrick och Yasuda (2010) benämner som VC-metoden. Av respondenterna var det endast Grut Norrby som benämnde tillvägagångssättet som VC-metoden, resterande respondenter använde inget speciellt namn för att beskriva tillvägagångssättet. Enligt Aydin (2015) är VC-metoden den mest använda metoden i praktiken för bolag som saknar intäkter. Det kan även observeras i vår studie eftersom samtliga praktiker beskriver ett tillvägagångssätt som stämmer överens med hur metoden beskrivs i litteraturen.

I likhet med Metrick och Yasuda (2010) beskriver respondenterna hur de räknar ut ett värde för företaget vid en framtida exit som ett första steg i metoden. Metrick och Yasuda (2010) menar att exitvärdet kan räknas fram antingen genom relativ värdering eller DCF värdering. I vår studie använde emellertid samtliga respondenter sig av relativ värdering för att räkna ut exitvärdet och ingen av respondenterna nämner att det använder sig av DCF modellen vid uträknande av exitvärdet.

Metrick och Yasuda (2010) beskriver att exitvärdet sedan diskonteras till ett nuvärde baserat på vilket avkastningskrav investerarna har. Det är något som stämmer väl överens med hur respondenterna beskriver tillvägagångssättet. Lindtorp beskriver att det som styr investerarens avkastningskrav är hur stor risk som än knuten till investeringen och avkastningskravet för VC-aktörer är ofta mellan tre till tio gånger investerat kapital. Knut-Norrby menar att ett högt avkastningskrav är nödvändigt på grund av den höga risken i investeringarna och för att täcka upp för eventuell misslyckade investeringar.

I enlighet med Metrick och Yasuda (2010) påpekar samtliga respondenter att företagen i framtiden kan vara i behov av ytterligare kapital och att det kan leda till fler investeringsrundor, vilket leder till att aktierna kommer spädas ut. Flera av respondenterna ansåg att det var viktigt att beakta utspädningen vid användning av metoden. Winggren menar emellertid att om en investering sker i ett väldigt tidigt skede så är det svårt att förutspå framtida investeringsrundor och att det då inte blir lika relevant att beakta.

Enligt Metrick och Yasuda (2010) är investeringsrekommendationen det sista steget i VC-metoden och att investeraren då utvärderar hur stor andel av företaget de måste inneha efter en investering för att den ska bli lönsam. Det stämmer överens med respondenterna som nämner att storleken på ägarandelen efter en investering är viktig att beakta.

Damodaran (2009) menar att en svaghet med VC-metoden är att exitvärdet baseras på multiplar som är aktuella vid värderingstillfället, men att samma multiplar nödvändigtvis inte är aktuella när den potentiella exiten kommer ske. I studien nämner ingen av våra respondenter det som en svaghet och de nämner inte heller några andra specifika svagheter med deras tillvägagångssätt.

Enligt Metrick och Yasuda (2010) används relativ värdering för att få marknadens syn på värdet på företaget. Studiens respondenter uttryckte att det var viktigt se hur marknaden värderar liknande företag och samtliga respondenter använde sig på ett eller annat sätt av metoden i praktiken. Fördelar med metoden är enligt respondenterna att den är relativt enkel och användbar. Tollerup menar att metoden är pedagogisk att använda vid en förhandling för att försvara sin värdering vilket stämmer överens med de fördelar som Damodaran (2010) nämner med metoden. Koller et al. (2010) och Flanc (2015) hävdar att eftersom new tech-bolag inte har några betydande intäkter och går med förlust, gör det att multiplar baserade på omsättning eller vinst inte går att använda. Istället hävdar de att kvalitativa eller branschspecifika multiplar bör användas som ersättning för finansiella multiplar. Det menar även respondenterna som påpekar att de måste vara mer kreativa vid sökandet av användbara multiplar. Multiplar som används är enligt respondenterna ofta baserade utifrån företagets värde i relation till användare, aktiva användare eller nedladdningar av applikation vilket liknar de multiplar som Koller et al. (2010) beskriver i litteraturen.

Damodaran (2006) nämner potentiella nackdelar med användandet av branschspecifika multiplar. Han menar att det finns en risk att en hel bransch är över- eller undervärderad vilket då leder till att företag som värderas med branschspecifika multiplar därmed blir felvärderade.

Damodaran (2006) betonar också den eventuella svårigheten med att relatera multiplarna till värdeskapande. Nackdelarna som Damodaran (2006) tar upp är inget som respondenterna nämner under våra intervjuer. Respondenterna menar däremot att det kan finnas svårigheter att hitta bra jämförelseobjekt vilket även Flanc (2015) påstår kan vara en svårighet. Det är något respondenterna påpekar kan försvaga metoden och att den inte på egen hand räcker för att motivera en värdering.

Metrick och Yasuda (2010) beskriver DCF-modellen som den metod som ger den mest rättvisande bilden av ett företags värde om det går att prognostisera de framtida kassaflödena på ett tillförlitligt sätt. Vidare menar Metrick och Yasuda (2010) att det kan vara en svår uppgift eftersom att de framtida kassaflödena ofta inte är givna utan mycket uppskattningar måste göras. Samtliga respondenter var väl införstådda i hur DCF-modellen fungerar och ansåg att metoden är användbar vid företagsvärdering. Respondenterna överensstämmer emellertid med de användningssvårigheter som Metrick och Yasuda (2010) nämner med metoden. Metoden är enligt respondenterna inte är lämplig att använda vid värdering av new tech-bolag med anledning av att det föreligger en för stor osäkerhet i de framtida kassaflödena och att mycket antaganden måste göras. Det överensstämmer med den kritik angående svårigheten med att förutspå ett företags framtid som Mun (2006) riktar mot DCF-modellen.

Eftersom ingen av respondenterna ansåg att DCF-metoden var tillämbbar vid värdering av ett new tech-bolag gick de i intervjuerna inte djupare in på hur en applicering av metoden skulle kunna se ut i praktiken.

Real option-värdering är en värderingsmetod som ingen av respondenterna har varit i kontakt med. Mun (2006) anser att metoden med fördel kan appliceras vid värdering av teknologi- och internetföretag. Det är något respondenterna inte instämmer med, utan de menar att metoden baseras på för mycket osäkra antaganden som gör att värderingarna inte blir tillräckligt tillförlitliga. Grut Norrby menar att new tech-bolag är alldeles för mycket av ett experiment för att metoden skall vara tillämbbar. Mun (2006) beskriver att det finns kritik mot modellen att den är för akademisk och matematiskt avancerad och inte alltid lämpar sig för praktiker. Enligt Mun (2006) är kritiken emellertid överdriven och argumenterar för att det finns programvaror som underlättar uträkningarna och att praktiker faktiskt använder metoden. Vår studie talar emot Mun (2006) och i likhet med den kritik som har riktats mot metoden anser flera av respondenterna att metoden är för matematisk för att använda i praktiken. Winggren, Tollerup och Lindtorp anser att metoden inte är optimal att använda vid en förhandling eftersom att kräver att motparten är införstådd i hur modellen för att den skall kunna användas.

Vi har i studien undersökt vilka faktorer som är viktiga vid värdering av ett new tech-bolag och en av faktorerna vi kan se påverkar värderingen är användandet av villkor och preferensaktier i en investering. Vår studie har upptäckt vissa likheter i hur användandet av preferensaktier beskrivs av våra respondenter jämfört med litteraturen. Denis (2004) och Burchart et al. (2016) menar att preferensaktier och olika typer av villkor kan användas vid en investering för att minska den potentiella informationsasymmetri- och moral hazard-

problematiken. Denis (2004) anser att det är ett sätt att flytta över en del av risken från investeraren till entreprenören och samtidigt öka incitamenten och ställa högre krav på entreprenören. Winggren nämner att preferensaktier ofta kan användas om köpare och säljare har svårt att komma överens om en värdering av bolaget. Oenigheten om värderingen av företaget som Winggren beskriver, kan grunda sig i det problem Denis (2004) anser uppstår när entreprenören har ett informationsövertag gällande sin produkt eller tjänst gentemot investeraren. Winggren menar att preferensaktier ofta används när två parter har svårt att komma överens om en värdering, det kan liknas vid hur Denis (2004) argumenterar för att preferensaktier kan lösa problemet med en rådande informationsasymmetri mellan köpare och säljare.

I intervjuerna vi utfört med Winggren och Ejermark anser de att entreprenörerna ofta vill få en så hög värdering som möjligt av bolaget. De menar att om investerare och entreprenörer har svårt att komma överens om en värdering är det ofta entreprenören som föreslår att använda preferensaktier i avtalet för att kunna nå en högre värdering. Det resonemanget stämmer väl överens med hur Bartlett (2015) beskriver det i litteraturen, han menar att investeraren kan gå med på en högre värdering i utbyte mot preferensaktier eftersom att det sänker risken i investeringen för investeraren.

Winggren, Grut Norrby och Ejermark hävdar att användandet av preferensaktier gör att entreprenörer riskerar att bli lottlösa vid en framtida exit. De menar att det eventuellt kan leda till att incitamenten för entreprenörerna att driva bolagen till sin bästa förmåga försvinner. Det är något som går emot det Denis (2004) anser om att användandet av preferensaktier skulle öka incitamenten för entreprenören. Respondenternas syn stämmer istället väl överens med det som Bartlett (2015) nämner angående risken att entreprenören blir helt utan avkastning som en nedsida vid användandet av preferensaktier. Vilket är en av de främsta anledningarna till att respondenterna försöker att undvika användandet av preferensaktier vid investeringar i ett tidigt skede. Grut Norrby förklarar att hon tror att större VC-fonder som investerar i bolag i ett senare skede kan ha krav från de som tillhandahållit kapital till fonden att använda olika typer av preferensaktier. Det överensstämmer med Denis (2004) resonemang att användandet av preferensaktier delvis används för att minska risken för investeraren. I studien har emellertid inga större VC-fonder av det slag Grut Norrby beskriver intervjuats, deras tillvägagångsätt kan därmed inte vidare analyseras.

Utifrån studien och den teoretiska referensramen är vår uppfattning att preferensaktier är en viktig faktor att ta hänsyn till vid värdering av ett new tech-bolag.

Samtliga respondenterna i vår studie anser att teamet är en väsentlig faktor som har stor tyngd vid en värdering av ett new tech-bolag, vilket även överensstämmer med MacMillan et al. (1985) som framhäver teamet som en viktig faktor. MacMillan et al. (1985) menar att det är viktigt att det finns ledarskapsfärdigheter inom teamet och att de visar prov på att de kan styra organisationen på ett effektivt sätt vilket även är något som både Ejermark och Grut Norrby påpekar.

Henkel och Hoenig (2012) påpekar att tidigare forskning har visat att många VC-bolag tycker att teamet är viktigare än själva produkten vid en värdering. Rea (1989) hävdar att en möjlig förklaring till att teamet väger tyngre än tekniska aspekter av produkten vid en värdering skulle kunna vara att majoriteten av de personer som jobbar inom ett VC-bolag har en ekonomisk bakgrund snarare än en teknisk bakgrund. Det stämmer inte överens med det som framkommer av vår studie. Våra respondenter poängterar istället det faktum att produkten ofta ändras under arbetets gång som anledningen till att teamet anses vara viktigt. Ejermark menar att produkten kommer att ändras innan eventuell framgång uppnås och belyser då vikten i att ha ett bra team som kan hitta lösningar till problem som uppstår på vägen dit. Winggren nämner att vid en värdering är kompetensspridningen inom ett team och teamets möjlighet att lösa olika problem viktiga faktorer. Han menar att det är en fördel om ett team kan lösa problem som uppstår själva istället för att ta in extern hjälp eftersom det blir väldigt kostsamt.

I enlighet med MacMillan et al. (1985) så framkommer det även i vår studie av samtliga respondenter att en beprövad produkt eller affärsmodell vägs in tyngre vid en värdering. Lindtorp påpekar att han vid en värdering ser över hur företaget har lyckats i ett annat land eller i en subsektor för att på så sätt bedöma om det är ett fungerande koncept. I studien framgår det att respondenterna värdesätter att företagen kan visa upp statistik eller feedback från pilotkunder som en form av bevis för att produkten och affärsmodellen fungerar.

I vår studie kunde vi se att respondenterna ansåg att det var viktigt vid värdering av ett new tech-bolag att det fanns en trolig intäktsmodell. New tech-bolags intäkter är ofta små eller obefintliga vid värderingstillfället, därför menar de att det är viktigt att det finns en rimlig tanke på hur företaget ska kunna generera intäkter till bolaget i framtiden. Winggren menar att en "Need to have"-produkt vilket han beskriver löser ett specifikt problem eller fyller ett behov hos kunden, värderas högre vid en värdering. Han förklarar att det är mer troligt att en framtida kund skulle vara villig att spendera pengar på en sådan produkt och därmed generera intäkter till företaget.

Ingen av våra respondenter nämnde att en produkt måste vara en signifikant förbättring gentemot nuvarande produkter på en marknad. Vilket kan jämföras med Rea (1989) som menar att det inte är en nödvändighet. Däremot menar respondenterna unisont att affärsidén bör ha en unicitet vilket är i överensstämmelse med Rea (1989) som förklarar att det räcker att produkten har en konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter. Förutom att affärsidén bör vara unik så nämner Grut Norrby att det är viktigt att se över risken att andra aktörer kan kopiera affärsidén vilket även Flanc (2015) menar har en påverkan vid en värdering.

I likhet med Flanc (2015) menar studiens respondenter att affärsidéens skalbarhet vägdes in vid en värdering. Grut Norrby påpekar att det är viktigt att betrakta företagets möjligheter att nå ut till flera marknader. I vår studie har vi kunnat se att flera av respondenterna undersöker marknadspotentialen för att se om affärsidén är skalbar. Aspekter som är viktiga vid en marknadsanalys är marknadens storlek, omsättning, inträdesbarriärer, konkurrens och om marknaden växer. Likt MacMillan et al. (1985) framhäver Lindtorp vikten av konkurrensen på en marknad och påpekar att om det redan finns etablerade aktörer på en marknad så finns

det en risk att marknaden är mättad. Lindtorp betonar vikten av att snabbt ta marknadsandelar på en digital marknad för att bli en ledande aktör. Det kan kopplas ihop med det Flanc (2015) framhäver med vikten av att ha en skalbar affärsmodell som möjliggör för företagen att göra det. Lindtorp menar att genom att snabbt bli en marknadsledande aktör så höjs inträdesbarriärerna till marknaden vilket blir en konkurrensfördel för företaget.

En annan faktor som litteraturen tar upp som viktig vid värdering av new tech-bolag är möjligheten till en framtida exit. Kaplan och Strömberg (2001) beskriver att framtida exitmöjligheter är av stor vikt. De förklarar att VC-aktörer inte brukar ta ut någon aktieutdelning från sina portföljbolag och därmed ser VC-aktörerna avkastning på sin investering först vid en exit. I studien uttrycker samtliga respondenter att det är av väsentlig betydelse att utforska framtida exitalternativ vilket överensstämmer med Kaplan och Strömberg (2001). Grut Norrby menar emellertid att exitalternativet inte är en av de faktorer de värderar högst. Anledningen till det är att Schibsted Growth har en annan investeringshorisont och ämnar nödvändigtvis inte att göra en exit på bolaget inom ett tidsbestämt antal år. Hon anser fortfarande att det är en viktig faktor att beakta, men snarare för att få en bild av företagets framtida värde och därigenom få en indikation på företagets potential. Det stämmer inte helt överens med Kaplan och Strömberg (2001) som menar att det är först vid en exit som VC-bolag ser en möjlighet till avkastning för sin investering.

MacMillan et al. (1985) belyser ett antal faktorer som är viktiga vid värdering av ett företag i ett tidigt skede och de är produkt, marknad, exitalternativ och teamet bakom företaget. Det stämmer väl överens med bilden av respondenterna som har medverkat i vår studie där samtliga respondenter ansåg att alla ovan nämnda faktorer hade en stor tyngd vid värdering av ett new tech-bolag.

6. Slutsats

I följande kapitel presenterar vi de slutsatser vi har kommit fram till utifrån analys av vårt empiriska material. Vi avslutar med att ge förslag till vidare forskning.

I studien bekräftar praktiker inom området den problematik som finns vid värdering av new tech-bolag som även tidigare litteratur har tagit upp. Svårigheterna med värderingen beror främst enligt praktikerna på osäkerheten kring företagets framtida kassaflöden. Praktikerna i studien menar att avsaknaden av finansiell historik och intäkter tvingar dem att använda den informationen om bolagen som finns tillgänglig för att motivera en värdering.

Praktikerna i studien återkommer ständigt till förhandlingsprocessen och ett flertal praktiker argumenterar för att värdet av företaget fastställs i förhandlingen mellan köpare och säljare. Förhandlingsprocessen fungerar också som en grund när praktikerna i studien förklarar vilka värderingsmetoder som används i praktiken och varför de är applicerbara. Vi kan utifrån studien konstatera att värderingsmodellerna inte bestämmer värdet på ett bolag men att modellerna istället används för att praktikerna ska kunna motivera och argumentera för sin värdering vid en förhandling.

Studien kan påvisa att användandet av olika typer av villkor och preferensaktier har en viktig roll vid värderingen. Praktikerna menar liksom litteraturen att preferensaktier kan användas i en förhandlingsprocess för att sänka investerarens risk och därigenom acceptera entreprenörens önskade värdering. Vi kan konstatera att de svenska praktiker som ingått i vår studie ofta undviker användandet av preferensaktier i ett tidigt stadium. Orsaken till det är den potentiella risken som finns att entreprenörer går lottlösa vid en exit och därmed försvinner en stor del av entreprenörers incitament till att driva företag till sin bästa förmåga.

I vår studie beskriver praktikerna ett tillvägagångssätt vid värdering av new tech-bolag som stämmer överens med det som litteraturen benämner som VC-metoden. Det var emellertid bara en av respondenterna som benämnde det som VC-metoden. Resterande hade inte någon speciell benämning för tillvägagångssättet. Enligt litteraturen så kan både DCF-värdering och relativ värdering användas i metodens första skede för att räkna ut ett exitvärde. I vår undersökning har vi emellertid kunnat observera att praktiker endast använder sig utav relativ värdering för att räkna ut ett exitvärde på ett new tech-bolag. Metoden är enligt tidigare litteratur den mest använda i praktiken för värdering av företag som saknar intäkter och utifrån studien kan vi instämma med det.

I studien framkommer det att praktiker inte finner DCF-metoden användbar som värderingsmodell för att värdera ett new tech-bolag. Praktikerna framhäver osäkerheten i framtida kassaflöden och att många antaganden måste göras som orsaker till att modellen inte används i praktiken.

Relativ värdering är en värderingsmetod som studien kan påvisa tillämpas av praktiker. En slutsats kan göras att användandet av metoden stämmer väl överens med hur litteraturen beskriver den. Respondenterna i studien anser att metoden är användbar i en förhandling för att den är pedagogisk och relativt enkel att försvara sin värdering med. Det går även konstatera att svenska praktiker använder sig av branschspecifika multiplar vid användande av metoden för att värdera new tech-bolag.

Studien konstaterar att real option-värdering inte är en etablerad metod för värdering av new tech-bolag av svenska praktiker. Modellen anses i litteraturen vara tillämbbar för värdering new tech-bolag, något som de svenska praktiker som ingått i vår studie inte håller med om. De menar att metoden är baserad på för mycket osäkra antaganden för att resultatet skall bli tillfredställande. De menar även att den är för akademisk och matematiskt avancerad och lämpar sig inte att använda vid en förhandling.

Uppsatsen har undersökt vilka faktorer som är viktiga vid en värdering av ett new tech-bolag. En slutsats som går att göra utifrån vår studie är att samtliga faktorer som vår teoretiska referensram nämner som viktiga bekräftas av de praktiker som ingått i studien. Teamet, intäktsmodell och marknadspotential är faktorer som förefallit att spela en särskilt betydande roll vid värdering av ett new tech-bolag. Orsaken till att praktiker värderar teamet högt är för att det ofta finns en stor osäkerhet kring framtiden i ett new tech-bolag. Praktiker anser att med ett bra team är chansen större att företaget lyckas lösa problem som uppstår längst vägen och att göra företaget framgångsrikt. Studien påvisar även att praktiker värderar vikten av att ha en trolig intäktsmodell högt för att det skall finnas en rimlig idé om hur intäkter skall genereras till bolaget i framtiden. Ett företags marknadspotential och att ha en skalbar affärsidé är faktorer som svenska praktiker i studien anser ha en betydande roll vid en värdering.

6.1 Förslag till vidare forskning

Studien har berört området kring hur preferensaktier kan ha en betydelse vid värderingen av ett new tech-bolag. Vi anser att ett intressant område för vidare forskning vore att djupare studera preferensaktiers påverkan vid värderingar på new tech-bolag. Ett förslag till en intressant studie skulle kunna vara en kartläggning av hur stor del av svenska new tech-bolag som har använt sig av preferensaktier i sin finansiering och jämföra värderingarna med de bolag som inte har använt det.

Vår studie har omfattat hur svenska praktiker värderar new tech-bolag i praktiken. Det skulle därmed kunna vara ett intressant område för vidare forskning att jämföra om svenska praktikers värdering av new tech-bolag skiljer sig från hur exempelvis amerikanska praktiker värderar företag av samma karaktär. Vi anser att det skulle vara intressant att studera om det finns eventuella skillnader i hur new tech-bolag värderas i olika länder.

Litteraturförteckning

- Aydin, Nurhan. (2015). A review of models for valuing young and innovative firms. *International journal of liberal arts and social science* 3 (9).
http://www.ijlass.org/data/frontImages/gallery/Vol._3_No._9/1._1-8.pdf (Hämtad 2016-04-27)
- Breman, Anna och Fellände, Anna. (2014). Diginomics – nya ekonomiska drivkrafter. *Ekonomisk debatt* 42 (6)
<http://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/42-6-abaf.pdf> (Hämtad 2016-04-27)
- Bartlett, Robert P. (2015). A Founder's Guide to Unicorn Creation: How Liquidation Preferences in M&A Transactions Affect Start-Up Valuation. *Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Forthcoming*. <http://ssrn.com/abstract=2664236> (Hämtad 2016-05-10)
- Bryman, Alan och Bell, Emma. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2. uppl. Stockholm: Liber
- Burchardt, Jens. Hommel, Ulrich. Kamuriwo, Samuel, Dzidziso. Billitteri, Carolina. (2016). Venture capital contracting in Theory and Practice: Implications for Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 40 (1).
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.ub.gu.se/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=c76e3de7-c437-487e-ae65-6fe1d5f946b6%40sessionmgr104&vid=1&hid=123> (Hämtad 2016-05-10)
- Damodaran, Aswath. (1999). The Dark Side of Valuation: Firms with No Earnings, No History and No Comparables. *NYU Working Paper nr. FIN-99-022*.
<http://ssrn.com/abstract=1297075> (Hämtad 2016-05-05)
- Damodaran, Aswath. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Upper Saddle River: Prentice-Hall, Inc.
- Damodaran, Aswath. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence . *NYU Working Paper*.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> (Hämtad 2016-05-05)
- Damodaran, Aswath. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. *NYU Working Paper*.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf> (Hämtad 2016-05-05)
- Damodaran, Aswath. (2010). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. 2. Uppl. Pearson Education, Inc.

Denis, J. David .(2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*. 10 (2).
<http://www.sciencedirect.com.ezproxy.ub.gu.se/science/article/pii/S0929119903000592>
(Hämtad 2016-05-10)

Flanc, Jean-Baptiste .(2014). *Valuation of internet start-ups: An applied reasearch on how venture capitalists value internet start-ups*. Hamburg: Anchor Academic publishing. E-Bok,
(Hämtad 2016-05-03)

Henkel, Joachim och Hoenig, Daniel. (2014). Productive assets or quality signals? The role of patents and alliances in venture capital financing. *TUM School of Management Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=2180406> (Hämtad 2016-05-07)

Kaplan, Steven, Strömberg, Per. (2001). Venture capitalists as principals: Contracting, Screening and Monitoring. *The American Economic Review*. 91 (2)
<http://www.nber.org/papers/w8202.pdf> (Hämtad 2016-05-07)

Koller, Tim. Goedhart, Marc. Wessels, Da. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. Uppl. United States: John Wiley.

Industrifonden. (2016) *Industrifonden Swedish Tech Funding Report 2015*. Industrifonden.
<http://www.industrifonden.se/about-us/press-material> (Hämtad 2016-04-11).

MacMillan, Ian, Siegel, Robin och Narasimha, P.N. Subba. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*. 1 (1).
<http://www.sciencedirect.com.ezproxy.ub.gu.se/science/article/pii/0883902685900114>
(Hämtad 2016-05-07)

McKinsey Global Institute (2014), *Global Flows in a Digital Age: How Trade, Finance, People, and Data Connect the World Economy*, rapport. McKinsey Global Institute, New York. <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/global-flows-in-a-digital-age> (Hämtad 2016-04-27)

Metrick, Andrew & Yasuda Ayako (2011) *Venture capital & the finance of innovation*. 2., uppl. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Mun, Johnathan (2006), *Real Options Analysis : Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*, Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, Inc., E-bok, (Hämtad 2016-04-27)

Nilsson, Henrik. Isaksson, Anders. Martikainen, Teppo. (2002) *Företagsvärdering, med fundamental analys*. 1., uppl. Lund: Studentlitteratur.

Noe, Thomas & Parker, Geoffrey. (2005), Winner Take All: Competition, Strategy, and the Structure of Returns in the Internet Economy. *Journal of Economics & Management Strategy*. 14 (1) Oxford, Blackwell Publishing.

https://www.researchgate.net/profile/Thomas_Noel/publication/4912165_Winner_Take_All_Competition_Strategy_and_the_Structure_of_Returns_in_the_Internet_Economy/links/00b49524b21187e867000000.pdf (Hämtad 2016-04-27)

Paul Gompers & Josh Lerner. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*. 15 (2)

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.320.9145&rep=rep1&type=pdf> (Hämtad 2016-05-05)

Rea, Robert. (1989) Factors affecting success and failure of seed capital/start-up negotiations. *Journal of Business Venturing*. 14 (2)

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0883902689900281> (Hämtad 2015-05-07)

Sahlman, William A. & Daniel R Scherlis. A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The "Venture Capital Method". *Harvard Business School Background*.

<http://down.cenet.org.cn/upfile/36/200762117814165.pdf> (Hämtad 2016-04-27)

Saunders, Mark. Philip, Lewis. Thornhill, Adrian (2007) *Research Methods for Business Students*. 4., uppl. Harlow: Financial Times/Prentice Hall.

Ström, Viktor. (2015). Så röstar Northzone för sämre tider: intervju med Hans Otterling. *Dagens Industri*. 31 augusti. <http://digital.di.se/artikel/sa-rustar-northzone-for-samre-tider> (Hämtad 2016-04-11)

SVCA. (2016). Venture capital, Investeringar i tidiga skeden. *SVCA*.

<http://www.svca.se/venture-capital-private-equity-i-tidiga-skeden/> (Hämtad 2016-05-10)

Muntliga källor:

Ejermark, Johan; Grundare Menmo Ventures. (2016). Intervju 4 maj. Telefon.

Grut Norrby, Miriam; Investment manager Schibsted Growth (2016). Intervju 11 maj. Telefon.

Lindtorp, Per; Director GP Bullhound. (2016). Intervju 28 april. GP Bullhounds huvudkontor i Stockholm.

Tollerup, Andreas; Analyst Jarl Securities. (2016). Intervju 12 maj. Telefon.

Winggren, Joakim; Fondchef Almi Invest Västsverige. (2016). Intervju 9 maj. Almi Invest Västsveriges huvudkontor i Göteborg.

Bilaga 1

Intervjufrågor: (Ej synliga för respondenten utan används som stöd för att ställa relevanta följdfrågor med koppling till vår teoretiska referensram)

Fokus under intervjuerna har varit att få så förklarande svar som möjligt angående hur respondenternas tillvägagångssätt ser ut och varför de gör på det sättet. Därför har följdfrågor som *Varför* och *hur* frekvent används.

Faktorer som är viktiga vid värdering av new tech-bolag:

Huvudfråga:

- *När ni söker efter investeringsobjekt med karaktär av new tech-bolag. Vilka är de viktigaste faktorerna ni söker efter och hur påverkar de värderingen?*

Stödfrågor beroende på vad respondenten svarar:

Hur viktig är och påverkar teamet värderingen?

- Vad kollar ni efter mer specifikt i ett team?
- Anser ni att teamet är viktigare än produkten? Varför?
- Är en stark ledare något som specifikt värderas högt? Varför?

Hur viktig är och hur påverkar ett företags produkt och affärsmodell värderingen?

- Är det viktigt att företagen har en beprövad affärsmodell?
- Är en klar intäktsmodell viktigt?
- Påverkar produkten/tjänsten unicitet värderingen?
- Har patent en stor vikt vid värderingen?
- Är en skalbar affärsmodell viktigt?

Hur viktig är och hur påverkar ett företags marknadspotential värderingen?

- Hur påverkar konkurrens på marknaden värderingen?
- Är ett företags tillväxttakt en viktig faktor?

Hur viktig är och hur påverkar olika exitalternativ värderingen?

- Är ett företags möjliga tidshorisont för exit viktigt?
- Tas hänsyn för vilken nästa potentiella ägare kan vara? Hur påverkar det?

Hur viktig är och hur påverkar olika villkor och preferensaktier värderingen?

- Vad är den största anledningen till att använda preferensaktier?
- Används preferensaktier för att minska moral hazard och informationsasymmetri?
- Används preferensaktier för att öka entreprenörens incitament till att jobba hårdare?
- Använder ni preferensaktier? Varför/varför inte?
- Kan preferensaktier påverka värderingen? Hur?
- Finns det någon nedsida med att använda preferensaktier?

Värderingsmodeller:

Huvudfrågor:

Kan ni beskriva ert tillvägagångssätt för att värdera ett new tech-bolag?
Använder ni några teoretiska värderingsmodeller? I sådana fall vilka?

Stödfrågor beroende på vad respondenten svarar:

Använder ni er av metoden Relativ Värdering? Hur, varför, varför inte?

- Finns det några speciella fördelar med metoden?
- Finns det några speciella nackdelar med metoden?
- Är det svårt att hitta bra jämförelseföretag?
- När det inte finns några multiplar vad kollar ni på då?
- Används branchspecifika multiplar?
- Om ja, kan du ge några exempel?

Använder ni DCF-modellen? Hur, varför, varför inte?

- Finns det några speciella fördelar med metoden?
- Finns det några speciella nackdelar med metoden?
- Hur hanteras problematiken med osäkerheten i framtida kassaflöden?
- Tar ni hänsyn till olika faser i företaget (rapid-growth, stable growth)?
- Hur räknar ni ut er diskonteringsränta?

Använder ni Venture Capital Metoden? Hur, varför, varför inte?

- Vilka steg i metoden använder ni (exitvärdering, diskonteringsränta, eventuell utspädning och investeringsrekommendation)?
- Finns det några speciella fördelar med metoden?
- Finns det några speciella nackdelar med metoden?

Använder ni Real Option-värdering som en metod? Hur, varför, varför inte?

- Finns det några speciella fördelar med metoden?
- Finns det några speciella nackdelar med metoden?
- Är modellen för teoretiskt och för matematisk avancerad?
- Använder ni speciella programvaror vid användandet av ROV?
- Hur går ni tillväga för att räkna ut sannolikheten för ett framtida specifikt utfall?