



Värdering av olistade finska tillväxtföretag

Hur beaktas olika redovisningsfaktorer i värderingsmodeller?

Rasmus Sundqvist – 41687-303-2017

Pro gradu-avhandling i redovisning

Handledare: Professor Thomas Carrington

Fakulteten för samhällsvetenskaper, ekonomi och juridik

Åbo Akademi

Våren 2023

ÅBO AKADEMI – FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER, EKONOMI OCH JURIDIK

Abstrakt för avhandling pro gradu

Ämne: Redovisning och styrning	
Författare: Rasmus Sundqvist	
Arbetets titel: Värdering av olistade finska tillväxtföretag	
Handledare: Thomas Carrington	
Abstrakt:	
<p>Finska tillväxtföretag blir allt attraktivare både för inhemska och utländska investerare. Till följd av detta blir även värderingen av den här typen av företag viktig. Att värdera företag är dock bland de mest krävande uppgifterna inom redovisning. För att kunna forma sig en bild av ett helt företags värde måste man fokusera på både finansiella och icke-finansiella aspekter av företagets verksamhet.</p> <p>Syftet med denna avhandling är att analysera skillnader mellan hur finansiella och icke-finansiella faktorer kommer till uttryck i finska olistade tillväxtföretags värderingsmodeller. Studiens syfte har uppnåtts genom att utföra en intervjustudie med såväl investerare på riskkapitalföretag som företagsvärderingskonsulter. Det empiriska materialet samlades in i form av semistrukturerade intervjuer. Utöver detta utfördes även en kvalitativ innehållsanalys över ett verkligt värderingsfall.</p> <p>Studiens resultat understöds av tidigare forskning. De icke-finansiella faktorerna fungerar som en indikator för tillväxtföretagets framtida potential. Dessa faktorer är dock svåra att kvantifiera, varför de inte syns direkt i värderingsmodeller. De finansiella faktorernas roll är att fånga upp tillväxtföretagets potential, men även de osäkerheter som finns. Det här görs i praktiken i form av justeringar till framtida estimat man fått av tillväxtföretagets ledning. Empirin och den tidigare forskningen är av samma åsikt när det gäller den möjliggörande effekt tillväxtföretags icke-finansiella faktorer har på verksamheten. När det kommer till värdering av denna verksamhet är det dock i praktiken mycket svårt att sätta ett exakt pris på dessa möjliggörande faktorer. Det här är en av de bidragande orsakerna till att vikten av värderares tidigare erfarenheter och förhandlingsförmåga förstärks gentemot att helt och hållet förlita sig på värderingsmodellernas utfall.</p>	
Nyckelord: Värdering, tillväxtföretag, DCF, multiplar	
Datum: 5.5.2023	Sidoantal: 89 (96)

Innehållsförteckning

1 Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemområde	2
1.3 Syfte och forskningsfråga	4
1.4 Disposition	5
2 Teoretisk referensram	6
2.1 Definition av tillväxtföretag	6
2.2 Värderingsmetoder	8
2.2.1 Traditionella värderingsmetoder	8
2.2.2 Tillämpade värderingsmetoder i tillväxtföretag	9
2.3 Val av redovisningsfaktorer som analyseras	12
2.4 Tillväxtföretagsbranschen överlag och i Finland	14
2.4.1 Riskkapitalföretag	14
2.4.2 Tillväxtföretagsbranschen i Finland	16
3 Tidigare forskning	17
3.1 Användning av finansiella och icke-finansiella data	17
3.2 Finansiella faktorer	19
3.2.1 Finansiella data och nyckeltal	19
3.2.2 Värdering av immateriella tillgångar	20
3.2.3 Risk i tillväxtföretag	23
3.3 Icke-finansiella faktorer	27
3.3.1 Affärsmodell och makrodata	27
3.3.2 Värdering och inkorporering av intellektuellt kapital i värderingsmodeller	28
4 Metod	33
4.1 Metodbeskrivning	33
4.2 Intervjustudie	35
4.4 Kvalitativ innehållsanalys	36
5 Empiri	38
5.1 Beskrivning av de intervjuade personerna	38
5.2 Värderingsmetoder	39
5.3 Användning av finansiella och icke-finansiella data	44
5.4 Finansiella faktorer	46
5.4.1 Finansiella data och nyckeltal	46
5.4.2 Immateriella tillgångar	50
5.4.3 Risk	54

5.5 Icke-finansiella faktorer	59
5.5.1 Affärsmodell och marknad.....	59
5.5.2 Intellektuellt kapital	62
5.6 Värderingsfallet – värderingen av it-företaget	68
5.6.1 Beskrivning av it-företaget.....	68
5.6.2 Värdering av it-företaget.....	70
6 Analys och diskussion.....	74
6.1 Påverkan av finansiella och icke-finansiella data på värderingsmodeller	74
6.2 Påverkan av finansiella faktorer på värderingsmodeller.....	75
6.2.1 Finansiella data och nyckeltal	75
6.2.2 Immateriella tillgångar	76
6.2.3 Risk	79
6.3 Icke-finansiella faktorerers påverkan på värderingsmodeller	82
6.3.1 Tillväxtföretagets affärsmodell och marknad	82
6.3.2 Intellektuellt kapital	84
7 Sammanfattning	86
7.1 Förslag på fortsatt forskning	88
Källor	90
Bilaga 1 Intervjuguide svenska	95
Bilaga 2 Intervjuguide finska.....	96

Förkortningar och begrepp

ARR= Annual recurring revenue, årligen återkommande omsättning

Big4-bolag= De fyra största revisionsbolagen; KPMG, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers och Deloitte

CAPM= Capital asset pricing model, prissättningsmodell för kapitaltillgångar

DCF= Diskonterade fria kassaflöden

EBIT= Earnings before Interest and Taxes, rörelseresultat

EBITDA= Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation, driftsbidrag

Private equity= Denna term används i brist på ett vedertaget svenskspråkigt begrepp för det engelskspråkiga begreppet: Private equity

ROA= Return on assets, avkastning på totala tillgångar

SaaS-företag= Software as a Service, ett företag som säljer prenumerationstjänster på programvara åt kunder via en molntjänst

Venture capital= Denna term används i brist på ett vedertaget svenskspråkigt begrepp för det engelskspråkiga begreppet: Venture capital

WACC= Weighted average cost of capital, vägd genomsnittlig kapitalkostnad

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Värdering av företag är bland de mest komplicerade uppgifterna inom redovisning. Till skillnad från att värdera en tillgång, som till exempel en byggnad eller en maskin, där man ofta kan använda sig av liknande tillgångar för att hitta marknadsvärde, finns det inte två företag som är helt identiska. Detta har gjort att företagsvärdering anses vara mer konst än vetenskap. Trots det finns det dock värderingsmodeller som används flitigt. De två mest populära modellerna är värdering med diskonterade fria kassaflöden (DCF) och värdering med multiplar (Brotherson m.fl., 2014; Imam, Barker & Clubb, 2008). Den första metoden bygger på att diskontera estimerade framtida kassaflöden företaget kommer generera till värderingstidpunkten med hjälp av en riskjusterad diskonteringsränta. Värdering med multiplar å andra sidan går ut på att man värderar företaget i relation till andra liknande företag med hjälp av ett visst relationstal (Koller, Goedhart & Wessels, 2015).

Värdering av företag sker ofta i flera olika skeden av företagets livscykel. Uppstarts- och tillväxtföretag värderas ofta först i samband med finansieringsrundor och senare före de listas på börsen (Puca, 2020). Att köpa nya företag hör till en av de mer populära tillväxtstrategierna för flera företag. Genom att köpa ett redan fungerande företag kan man ofta realisera synergifördelar som inte skulle ha funnits om inte köpet skett (Amel-Zadeh, Meeks & Meeks, 2016). Företagsvärdering är alltså ett mycket brett område inom vilket det forskats utförligt. Trots det finns det ännu mycket inom värdering av företag som inte baserar sig på etablerade teorier inom området utan på värderarens erfarenheter. Det här stämmer speciellt för värdering av tillväxtföretag.

1.2 Problemområde

Korrekta värderingar av tillväxtföretag har blivit allt viktigare i och med uppblåsta värderingar i samband med att företagen listas. Samtidigt undervärderas flera tillväxtföretag till följd av att värderaren inte förstått sig tillräckligt bra på bolaget i fråga. Det finns ett behov för att fastställa vad som genererar värde i tillväxtföretag och att redovisa för detta värde. Detta görs ofta med hjälp av de tidigare nämnda värderingsmetoderna. Dessa fungerar väl för mer etablerade bolag, men när det kommer till tillväxtföretag uppstår vissa problem. En stor del av det värde som genereras i tillväxtföretag kommer från icke-finansiella faktorer (Hand, 2005). Dessa syns inte i finansiella rapporter som utgör grunden för DCF- och multipelmetoden. Icke-finansiella faktorer kan ofta vara svåra att kvantifiera, varför det uppstår problem när de ska beaktas i värderingsmodeller (Grajkowska, 2011; Abhayawansa, Aleksanyan & Bahtsvanoglou, 2015). Trots det anses icke-finansiella faktorer som bland annat intellektuellt kapital vara en stor del av värdet i tillväxtföretag (Sievers, Mokwa & Keienburg, 2013). Utöver detta förknippas tillväxtföretag med en ökad risknivå jämfört med mer etablerade företag (Damodaran, 2009). Detta borde även beaktas i tillväxtföretags värderingsmodeller.

På grund av dessa problem har värderare varit tvungna att övergå till tillämpade versioner av DCF och multipelmetoden för att på så sätt även beakta effekterna av dessa faktorer (Lantz m.fl., 2013). Det finns flera redovisningsfaktorer som påverkar hur man värderar tillväxtföretag. Många av dessa faktorer tas upp av Kohn (2018) samt av Berre och Le Pendeven (2022). Författarna har utfört litteraturstudier över tidigare forskning inom ämnet värdering av uppstart- och tillväxtföretag. Deras studier identifierade både finansiella och icke-finansiella faktorer som kan ha en inverkan på de värderingsmodeller man använder för tillväxtföretag. Till de finansiella faktorerna räknas tillväxtföretag finansiella data, som balans- och resultaträkningar. Litteraturstudierna fäste speciellt fokus på immateriella tillgångar och den risk som förknippas med tillväxtföretag. Till de icke-finansiella faktorerna räknas tillväxtföretagets intellektuella kapital, och dess affärsmodell. Kohn (2018) samt Berre och Le Pendeven (2022) tar även upp makrodata som tillväxtföretagets bransch och

den marknad man verkar inom bland de icke-finansiella faktorerna. Litteraturstudierna tog även upp andra faktorer, men dessa faller inte inom området för redovisning, varför de inte studeras närmare i denna studie. Utgående från den tidigare forskningen kan man se att det finns flera faktorer som påverkar värderingen av tillväxtföretag. Dessa är dock mycket svåra att kvantifiera i värderingsmodeller, vilket leder till problem för värderare.

Kohn (2018 och Berre och Le Pendeven (2022) visar i sina litteraturstudier att det finns tidigare forskning som fokuserat på värdering av tillväxtföretag. En stor del av dessa studier är utförda i form av kvantitativa forskningar. Enligt Berre och Le Pendeven (2022) utfördes endast 3,80 procent av de studier de analyserat i sin litteraturstudie i form av kvalitativa studier. Kvalitativ forskning kan bidra med nya insikter jämfört med kvantitativ forskning, varför det är motiverat att utföra en kvalitativ forskning inom detta ämne. Speciellt när det kommer till beaktandet av de icke-finansiella faktorerna kan kvalitativa studier bidra med ny kunskap om hur de i praktiken beaktas i värderingsmodeller.

Kvalitativa studier över värdering av tillväxtföretag har utförts tidigare men dessa fokuserar ofta endast på hur en faktor påverkar värderingen, till exempel Abhayawansa m.fl. (2015) som såg på intellektuellt kapital och dess effekt på värderingen utförd av säljarsidans analytiker. Det finns alltså en brist på studier som ser på både finansiella och icke-finansiella faktorer. Det här är även en brist som Kohn (2018) lyfter fram i sin litteraturstudie över tidigare forskning inom området. En studie som fokuserar på flera värderingsfaktorer skulle alltså bidra med ny information till forskningsområdet. Allee m.fl. (2020) har utfört en liknande studie som denna, men studiens fokus var inte specifikt på tillväxtföretag. Denna studie var en kvantitativ studie som främst fokuserade på finansiella faktorer och val av värderingsmetod. Det finns alltså inte kvalitativa studier som ser på både finansiella och icke-finansiella faktorer och hur dessa beaktas i tillväxtföretags värderingsmodeller. En stor del av studierna inom området fokuserar även på den amerikanska marknaden. 50,4 procent av de studier Berre och Le Pendeven (2022) analyserade i sin litteraturstudie fokuserade på

amerikanska tillväxtföretag. Det här är en brist Kohn (2018) även lyfter fram, varför en studie ur ett finskt perspektiv bidrar till forskningen inom området.

Tidigare forskning fokuserar främst på hur investerare på riskkapitalföretag värderar tillväxtföretag. Det finns dock även andra intressenter som värderar tillväxtföretag. Tillväxtföretag och riskkapitalföretag anlitar ofta konsulter som bidrar med ytterligare kunskap i värderingssituationer. Dessa kan vara specialiserade på värderingen av en viss tillgång eller en specifik typ av tillväxtföretag. Värderingssituationen ser ofta mycket olika ut beroende på vilken typ av värderare det är frågan om. Investerare värderar tillväxtföretaget för att sedan investera i det och på så sätt få avkastning. Konsulter å andra sidan värderar företag på uppdrag av en kund och får därmed sin avkastning i form av arvoden. Tidigare forskning har inte samtidigt fokuserat på båda typerna av värderare, varför denna studie kan bidra med ny kunskap till ämnet genom att utföra en kvalitativ studie över såväl konsulter som investerare.

1.3 Syfte och forskningsfråga

Utgående från de förslag på framtida forskning Kohn (2018) lyft fram är studiens syfte att analysera skillnader mellan hur finansiella och icke-finansiella faktorer kommer till uttryck i finska olistade tillväxtföretags värderingsmodeller. Avhandlingens forskningsfråga lyder därmed:

Hur beaktas finansiella och icke-finansiella faktorer i finska olistade tillväxtföretags värderingsmodeller?

För att besvara forskningsfrågan kommer en intervjustudie att utföras. Studiens intervjuobjekt är konsulter som arbetar med värdering av tillväxtföretag och personer som arbetar inom riskkapitalföretag. Den här typen av företag investerar i tillväxtföretag, varför värdering är en viktig del av deras arbete. En av de intervjuade konsulterna kommer även att bidra med dokument relaterade till värderingen av ett finskt tillväxtföretag. En innehållsanalys av dessa dokument kommer utföras för att på

sätt få en mer praktisk vinkling på ämnet. Studiens syfte uppnås då både genom att se på tidigare forskning och genom att analysera hur de valda faktorerna beaktas i praktiken i värderingsmodeller.

Fokus för studien kommer att ligga på flera redovisningsfaktorer och hur de kommer till uttryck i de värderingsmodeller man använder för tillväxtföretag. Studien kommer att bygga på en analys av hur såväl finansiella som icke-finansiella faktorer beaktas i värderingsmodeller. De finansiella faktorerna är finansiella data, immateriella tillgångar och risk. De icke-finansiella å andra sida är intellektuellt kapital, tillväxtföretags, affärsmodell och marknad tillföretaget verkar inom. Det här bidrar ytterligare till den tidigare forskningen, som oftast endast fokuserar på en faktor. Genom att fokusera på såväl investerare som konsulter kan fler insikter om de olika faktorernas påverkan på värderingsmodeller uppnås.

1.4 Disposition

Resten av avhandlingen är uppbyggd på följande sätt. Först kommer tidigare teori om värdering av tillväxtföretag att diskuteras. Efter det lyfts tidigare forskning angående de valda redovisningsfaktorernas effekt på värderingen och hur de beaktas i värderingsmodeller fram. Till näst tas avhandlingens metod upp varefter studiens empiri presenteras, denna analyseras sedan med bakgrund i den tidigare forskningen. Till sist följer en sammanfattning av studien samt förslag på framtida forskning.

2 Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer bakomliggande teori om värderingsmetoder och tillväxtföretag att presenteras. Kapitlet fortsätter sedan med en närmare studie av de valda redovisningsfaktorerna samt en överblick över den finska riskkapitalbolagsbranschen.

2.1 Definition av tillväxtföretag

Det finns flera definitioner på tillväxtföretag och de varierar till en viss del beroende på källa. Eurostat-OECD (2007) har valt att definiera tillväxtföretag som företag med minst 10 anställda, där antalet anställda eller omsättningen har ökat med minst 20 procent varje år under en treårsperiod. Eftersom definitionen används flitigt kommer den även att användas i denna avhandling som referensram. Det har dock förekommit kritik mot Eurostat-OECD:s definition på tillväxtföretag. Daunfeldt, Johansson och Halvarsson (2015) lyfter fram problematiken genom att endast se på bolag med 10 anställda i början av jämförelseperioden. Deras studie om företag i Sverige mellan 2005–2008 visar att Eurostat-OECD:s gränsvärden för tillväxtföretag inte tar med 95 procent av de företag som fortfarande bedrev verksamhet efter 2008. Dessa stod för 39 procent av alla nya jobb i Sverige under perioden, vilket skulle tyda på tillväxt även hos den här typen av bolag (Daunfeldt m.fl., 2015).

Trots att dessa mindre företag exkluderas i Eurostat-OECD-definitionen av tillväxtföretag ser Daunfeldt m.fl. (2015) inte detta som ett stort problem. Många av företagen bidrar inte med nya innovationer och dessutom har de en hög risk för att gå i konkurs inom snar framtid. Studien av Daunfeldt m.fl. (2015) visar dock att man inte ska lita alltför kraftigt på de givna gränsvärdena när man talar om tillväxtföretag. Gränsvärdena kommer därför att ge riktlinjer för denna studie och inte användas som absoluta mått på vilka företag som klassas som tillväxtföretag.

Man kan även se på tillväxtföretag ur en livscykelvinkel. Enligt Corbey, de Roon och Hinfelaar (2019) kan företagets livscykel delas in i fem stadier. Dessa är uppstartstadiet, tillväxtstadiet, mognadsstadiet, diversifieringsstadiet och nedgångsstadiet. Denna avhandling fokuserar främst på värdering av företag i tillväxtstadiet. Tillväxten är som starkast i uppstarts- och tillväxtstadiet (Corbey, m.fl., 2019). Detta syns i form av stora investeringar och ofta negativa kassaflöden samt resultat. Det här försvårar värderingen ytterligare, då värdering med hjälp av kassaflöden ger negativa värden (Stros & Říha, 2020). Företag i tillväxtstadiet är ofta relativt unga, vilket betyder att det inte finns så mycket historiska data att utgå ifrån (Corbey, m.fl., 2019). Bristen på historiska data gör det svårare att se på tidigare år för att på så sätt försöka forma en bild av hur framtiden kan se ut (Puca, 2020).

En stor del av tillväxtföretags balansomslutningar består ofta av immateriella tillgångar som utvecklingsutgifter eller tillgångar utanför balansräkningen. Dessa är i regel svårare att värdera än materiella tillgångar eftersom det sällan finns liknande tillgångar på marknaden (Stros & Říha, 2020). Eftersom många tillväxtföretag även är olistade kan det vara svårt för investerare att hitta information om bolagen. Detta kan i sin tur leda till fel i värderingen. Westfall och Omer (2018) har studerat detta fenomen genom att se på hur tillväxtföretag värderats efter att JOBS-acten infördes i USA. JOBS-acten ger vissa rapporteringsbefrielser för mindre bolag som ska lista sig på börsen i USA. I praktiken betyder det här att investerare som ville investera i dessa bolag efter att de listats på börsen inte hade lika mycket tillgänglig information om bolagen som de vanligtvis skulle ha haft. Den här informationsasymmetrin ledde till att värdet på bolagen ofta var lägre än deras verkliga värde då de listades (Westfall & Omer, 2018).

Risken för att tillväxtföretag ska gå i konkurs är även mycket hög. Denna risk minskar dock ju mer etablerat bolaget blir (Damodaran, 2009). Eftersom tillväxtföretag ofta saknar stabil internfinansiering i form av positiva kassaflöden blir de tvungna att förlita sig på finansiering från andra källor. De vanligaste finansieringskällorna är olika riskkapitalföretag som specialiserar sig på att investera i tillväxtföretag (Damodaran, 2009). Som nämntes är tillväxtföretag ofta även olistade. Det här gör att investeringar

är mycket illikvida på grund av att det inte finns en standardiserad marknad för företagens värdepapper på samma sätt som det finns för listade bolag. Kombinationen av de nämnda faktorerna gör att investering i tillväxtföretag anses vara ihopkopplat med höga risker (Damodaran, 2009).

2.2 Värderingsmetoder

2.2.1 Traditionella värderingsmetoder

När man värderar företag använder man sig främst av två olika värderingsmetoder. Dessa är värdering med diskonterade fria kassaflöden (DCF) eller värdering med multiplar. Värdering med DCF-metoden bygger på antagandet om att ett företags värde är lika med de estimerade framtida kassaflöden det kan generera i framtiden, diskonterade till värderingstidpunkten (Puca, 2020). För att använda denna metod måste värderaren först estimeras framtida kassaflöden för företaget. Efter det måste man fastställa en diskonteringsränta som reflekterar företagets risknivå och komma fram till ett restvärde för bolaget. Denna diskonteringsränta baserar sig ofta på en WACC-ränta som består av både kostnad för eget kapital och främmande kapital (Koller m.fl., 2015).

Värdering med multiplar är den andra populära metoden för företagsvärdering. Den bygger på att man jämför bolaget som ska värderas med liknande bolag för att fastställa värdet på företaget (Koller m.fl., 2015). Man väljer då ut ett visst nyckeltal och ser på kvoten mellan det och företagets värde, till exempel EV/EBIT är kvoten av företagets värde (EV) och dess operativa resultat (EBIT) (Koller m.fl., 2015). Resultatmultiplar som P/E-tal eller EV/EBITDA används ofta av värderare. När man väljer vilka företag som ska ingå i jämförelsegruppen väljer många att se på företag inom samma bransch. Koller m.fl. (2015) rekommenderar dock att även se på andra faktorer och inte endast på branschtillhörighet. Dessa kan bland annat vara avkastning på investerat kapital (ROI) eller tillväxttakt. Detta tankesätt understöds även av Herrmann & Richter

(2003). De undersökte värderingen av amerikanska och europeiska företag genom att först jämföra dem med företag inom samma bransch och sedan med företag med liknande fundamentala värden. Deras studie kom fram till att jämförelsegrupper som består av företag med liknande fundamentala värden som det värderade bolaget ledde till lägre felmarginaler i värderingen än om man använde bolag inom samma bransch.

Ofta använder sig finansanalytiker av en kombination av både multiplar och DCF-metoden för att komma fram till ett företags värde. Brotherson m.fl. (2014) har undersökt vilka metoder amerikanska finansanalytiker använder när de värderar företag. En liknande studie om brittiska finansanalytiker har gjorts av Imam m.fl. (2008). Båda studierna utfördes genom att intervjua finansanalytiker som jobbade på de största investeringsbankerna i respektive länder. Både Imam m.fl. (2008) och Brotherson m.fl. (2014) kom fram till att DCF-metoden användes mest, men multiplar, speciellt P/E-tal eller EV/EBITDA användes även ofta. Multipelvärderingen användes då ofta som ett sätt att säkerställa DCF-värderingens resultat och för att ge gränsvärden för den. De finansanalytiker Brotherson m.fl. (2014) intervjuat använde ofta multipelvärdering som ett sätt att se om DCF-värderingens resultat verkade logiskt. Imam m.fl. (2008) lyfte fram att multipelvärdering ofta användes som ett sätt att kommunicera DCF-värderingens resultat till kunden i fråga. Det här berodde på att kunder ofta lättare förstod sig på en multipelvärdering än på en komplicerad DCF-analys.

2.2.2 Tillämpade värderingsmetoder i tillväxtföretag

När man ser på mer etablerade bolag och värdering av dessa är DCF och multiplar de mest använda metoderna. Dock uppstår det vissa problem när de används för att värdera tillväxtföretag. DCF-metoden är beroende av positiva kassaflöden för att ge ett positivt aktievärde. När man ser på tillväxtföretag lönar det sig alltså inte att se på historiska data utan att istället försöka estimeras i vilket skede företaget kommer vara om 5–10 år. Lantz m.fl. (2013) anser att ett av de viktigaste stegen när man försöker

estimera framtida kassaflöden är att se på antagandena bakom kassaflöden. På så sätt kommer man fram till företagets risknivå och får en bättre bild av dess chanser att lyckas. Fritt kassaflöde till eget kapital (FKFE) lämpar sig bättre för tillväxtföretag eftersom de ofta endast har finansiering i form av eget kapital. Enligt Lantz m.fl. (2013) passar den versionen av fritt kassaflöde bäst för företag med högre risk, stora investeringsbehov, där både positiva resultat och eventuella dividender ligger i framtiden. Det här är mycket beskrivande för flera tillväxtföretag.

Puca (2020) presenterar två olika metoder för att bygga upp en DCF-modell för tillväxtföretag. Den första är *top-down-metoden*. Grundidén är att man försöker estimera hur marknaden för bolagets produkt eller tjänst kommer se ut i framtiden och hur stor marknadsandel bolaget kommer få (Puca, 2020). Det här synsättet understöds även av Krafft, Rudolf och Rudolf-Sipötz (2005). De förespråkar även att se på tillväxtföretag utgående från deras position på marknaden för att på så sätt komma fram till den framtida omsättningen. Den andra metoden Puca (2020) lyfter fram är den så kallade *bottom-up-metoden*. Den bygger på att man först försöker bilda sig en uppfattning av företagets behov för att nå en viss marknadsposition. Här ser man på hur mycket kapital som måste investeras för att lansera en ny produkt eller tjänst, produktionskapacitet, behov av resurser och framtida kostnader (Puca, 2020). Med stöd av dessa parametrar kan man dra en slutsats om vad företagets kassaflöde och omsättning borde vara för att täcka dess framtida utgifter. Puca (2020) anser dock att man även borde se på företagets framtida position på marknaden för att på så sätt säkerställa att den estimerade omsättningen är möjlig att nå inom värderingstiden.

Att se på företagets marknadsposition som ett utgångsläge lönar sig även när det kommer till att bestämma ett restvärde för företaget (Bancel, Martinaud & Philippe, 2021). Restvärdet utgör ofta största delen eller rentav över 100 procent av tillväxtföretagets värde. Det här beror på att tillväxtföretag ofta inte genererar positiva kassaflöden; summan av de diskonterade fria kassaflödena blir negativ. Restvärdet läggs till som en positiv klumpsumma i slutet av estimatperioden, vilket således leder till att det står för över 100 procent av företagets värde. För att komma fram till ett restvärde som fångar upp tillväxtföretagets potential lönar det sig att se på flera

faktorer. Vilken marknadsposition bolaget kommer ha vid slutet av värderingstiden, hur stor chans det är att bolaget når denna position och hur mycket före konkurrenterna bolaget ligger när det kommer till teknologisk innovation. Alla dessa faktorer spelar en roll när man ska räkna ut restvärdet för bolaget (Bancel m.fl., 2021). Puca (2020) lyfter fram alternativa sätt att komma fram till restvärdet. Antingen kan man använda sig av konstant tillväxt, till exempel Gordons formel för evig tillväxt. Den metoden baserar sig på att företaget kommer växa stadigt enligt en viss förutbestämd tillväxttakt i all framtid. Ett alternativt sätt är att räkna ut ett multipelvärdet för företaget vid värderingstidpunktens slut (Puca, 2020). Tanken här är att företaget nått ett stadigt tillväxtskede och kan därför jämföras med andra liknande bolag i samma stadie. Resultatmultiplar eller omsättningsmultiplar används ofta. Omsättningsmultiplar används speciellt om bolaget ännu inte lyckats generera positiva resultat i slutet av estimatperioden.

På grund av den osäkerhet som finns när det gäller DCF-värderingar av tillväxtföretag väljer många att använda sig av värdering med multiplar istället. En orsak brukar ofta vara att företaget ännu inte genererar positiva kassaflöden och då blir det svårt att komma fram till tillräckligt pålitliga estimat för framtida kassaflöden (Bancel m.fl., 2020; Stros & Říha, 2020). Som framgick ska man använda sig av jämförelsebolag med liknande fundamentala värden som det bolag man värderar (Herrmann & Richter, 2003). Lantz m.fl. (2013) understöder även dessa punkter och lyfter fram att jämförelsebolagen borde vara mellan sex och tio till antalet. Ifall jämförelsebolagen verkar inom samma geografiska område som det bolag som ska värderas anses även detta öka värderingens reliabilitet (Lantz m.fl., 2013). Det kan dock bli problematiskt att hitta liknande bolag som det man värderar eftersom alla tillväxtföretag är olika (Bancel m.fl., 2021).

Vilken typ av multipel man ska använda sig av är även ett viktigt beslut. Stros och Říha (2020) förespråkar användning av P/E-tal, vilket är en traditionell multipel som används ofta vid värdering av etablerade bolag. Här kan det dock uppstå problem ifall bolaget inte har ett positivt resultat för värderingsperioden (Lantz m.fl., 2013). Bancel m.fl. (2021) föreslår att man kunde använda sig av omsättningsmultiplar. Dessa är

dock inte ett mått på framtida framgång, eftersom de inte tar i beaktande bolagets kostnadssida. Lantz m.fl. (2013) lyfter även fram resultatmultiplar som EV/EBIT eller EV/EBITDA. Ett annat alternativ kunde vara att se på antal kunder eller hur mycket företaget satsat på FoU för att på så sätt komma fram till värde för bolaget.

Krafft m.fl. (2005) har undersökt värdering enligt antal kunder. Deras studie utfördes med hjälp av real-optioner i form av binominalträd. Deras studie kom fram till en modell som byggde på tanken om att tillväxtföretag, speciellt i början, ökar sitt antal kunder mycket snabbt, men det finns även en chans att antalet kunder minskar och att man på så sätt tappar marknadsandelar. Denna modell passar speciellt bra för internetbaserade tillväxtföretag eftersom de lätt kan nå ett stort antal kunder snabbt. Efter att man kommit fram till antal kunder för bolaget efter en viss tid måste varje kund värderas för att man på så sätt ska komma fram till ett värde för bolaget (Krafft m.fl., 2005). Modellen är ett lämpligt alternativ till DCF-värdering och värdering med multiplar eftersom den ger ett annat referensvärde att gå efter i värderingsprocessen. Många tillväxtföretag satsar även på att öka sin omsättning så snabbt som möjligt för att på så sätt öka sin marknadsandel, medan det inte läggs lika stort fokus på lönsamheten. Det här är ett ytterligare argument för att värdera tillväxtföretag enligt antal kunder (Krafft m.fl., 2005).

2.3 Val av redovisningsfaktorer som analyseras

Studien fokuserar på finansiella och icke-finansiella faktorer. Dessa är hur finansiella data används i värderingen, hur tillväxtföretagets affärsmodell påverkar värderingsmodeller, hur man värderar immateriella tillgångar, hur intellektuellt kapital beaktas i värderingsmodeller och hur man ska beakta den ökade risknivån vid värdering av tillväxtföretag. Som nämndes baserar sig valet på de litteraturstudier som utförts av Kohn (2018) samt Berre och Le Pendeven (2022). Kohn (2018) samt Berre och Le Pendeven (2022) lyfter även fram flera andra faktorer som påverkar värderingen av tillväxtföretag. Dessa är dock inte redovisningsrelaterade varför de inte

tas upp i denna avhandling. De valda faktorerna har studerats utförligt och deras effekter på värdering av tillväxtföretag har dokumenterats i flera redovisningsartiklar.

Finansiella data och nyckeltal är ofta en stor del av värderingen av mer etablerade bolag (Damodaran, 2009). För tillväxtföretag, speciellt de som ännu är i ett tidigt skede av sin livscykel, kan finansiella data ofta inte användas. Damodaran (2009) lyfter fram hur tillväxtföretag ofta har en brist på tillgångar i sina balansräkningar utifrån vilka man kan estimeras kassaflöden. En stor del av den potential som finns inom bolaget är uppbundet i kostnadsposter, vilka vanligtvis skulle ha en negativ effekt på värdet av ett bolag. Det här har gjort att värderare måste göra justeringar i de finansiella data som finns tillgängliga (Damodaran, 2009). Trots detta används ändå finansiella data i värderingen. De studier Kohn (2018) sett på lyfter speciellt fram att vikten av finansiella data ökar ju mer etablerat tillväxtföretaget blir.

Eftersom det finns en brist på tillgångar i balansräkningen förstärks vikten av immateriella tillgångar och tillgångar utanför balansen i tillväxtföretag. Patent och varumärken är något som ökar värdet för företag, då de signalerar åt värderare att det finns grunder för framtida omsättningsestimater (Kohn, 2018; Berre & Le Pendeven, 2022). Tillgångar utanför balansen som företagares erfarenheter och kontaktnätverk och hur dessa påverkar värderingen har även studerats. Mer erfarna företagare får lättare finansiering för sina nya företag, och erfarenhet leder även ofta till högre värderingar (Kohn, 2018; Berre & Le Pendeven, 2022). Vikten av nyckelpersoner i bolag understryks även av Damodaran (2009). Ifall ett bolag förlorar nyckelpersoner har detta ofta en direkt effekt på lönsamheten och bolagets framgång. Det här syns även direkt i företagets värderingsmodeller i form av lägre framtida estimater (Damodaran, 2009).

Den ökade risknivån i tillväxtföretag är något som diskuterats tidigare i avhandlingen. Denna faktor är dock av stor vikt för värderingen då investeringens risk är det som bestämmer avkastningskravet. Detta kan uppmärksammas på olika sätt i värderingsmodellerna varför det även är en relevant faktor att se på vid värdering av

tillväxtföretag (Kohn, 2018). Tillväxtföretags affärsmodell kan ha en inverkan på värderingen. Enligt Berre och Le Pendeven (2022) leder mer diversifierade produktportföljer till högre värderingar för tillväxtföretag. Makrodata som ränteläge och om ekonomin som helhet befinner sig i en hög- eller lågkonjunktur påverkar även tillväxtföretags värde. Dessa parametrar ställer upp referensvärden för tillväxtföretagets värde och kan även ha en direkt effekt på värderingsmodeller, till exempel på diskonteringsräntan (Berre & Le Pendeven, 2022).

2.4 Tillväxtföretagsbranschen överlag och i Finland

2.4.1 Riskkapitalföretag

Att investera i tillväxtföretag är alltid förknippat med risker. Trots det finns det företag vars hela affärsmodell går ut på att investera i tillväxt- och uppstartföretag. Venture capital-företag och private equity-företag är specialiserade på att hitta tillväxtföretag med högt framtida potential som de sedan investerar i (Kumar & Sharma, 2020; Fraser-Sampson, 2010). Tillsammans brukar den här typen av investerare kallas för riskkapital. Tillväxtföretag kan ofta ha svårt att få främmande kapitalsfinansiering, varför de då kan vända sig till riskkapitalföretag. Riskkapitalföretagen ger den finansiering tillväxtföretaget behöver i utbyte mot ägande i tillväxtföretaget (Kumar & Sharma, 2020). Utöver detta erbjuder även riskkapitalföretagen vägledning och mentorskap åt de företag de investerat i. De spelar en aktiv roll i att utveckla tillväxtföretagens strategi, organisation och affärsmodell. Det här förverkligas ofta genom att investeraren får en plats i tillväxtföretagets styrelse (Kumar & Sharma, 2020). På så sätt kan investeraren påverka hur bolaget de investerat i utvecklas och växer.

Venture capital-företag består av olika fonder. Dessa fonder är sedan de som investerar i tillväxtföretag (Kumar & Sharma, 2020). Varje företag har ett förvaltningsbolag som förvaltar de olika fonderna. Förvaltningsbolaget gör vinst genom att ta en

förvaltningsavgift från de som investerar i bolagets fonder (Kumar & Sharma, 2020). Fonderna är i form av partnerskap, ofta kommanditbolag där de som investerar i fonden är tysta bolagsmän medan de som är ansvariga för fonden är de ansvariga bolagsmännen (Kumar & Sharma, 2020). De som investerar i fonden är ofta rika individer eller institutionella investerare. En fond investerar oftast under en period på tio år och läggs sedan ner. Investeringsperioden i tillväxtföretagen är ofta mellan tre och fem år (Kumar & Sharma, 2020). Eftersom investeringar i tillväxtföretag är förknippade med risk, måste fonden välja rätt typ av tillväxtföretag att investera i för att kunna erbjuda tillräcklig avkastning åt sina investerare (Kumar & Sharma, 2020).

Private equity-företag är uppbyggda på liknande sätt, dock har de ofta flera olika fonder med olika investeringsmål. Private equity-företagens tillväxtfonder är fokuserade på mer etablerade tillväxtföretag med redan bevisade affärsmodeller (Fraser-Sampson, 2010). De är kanske inte de första att investera i ett uppstartföretag men kommer med senare i företagets livscykel (Fraser-Sampson, 2010). Skillnaderna mellan en venture capital-fond som investerar i uppstartföretag i ett senare skede och en tillväxtfond är dock mycket flytande (Fraser-Sampson, 2010). Det här är en av orsakerna till att denna studie valt att fokusera på båda typerna av företag.

Riskkapitalföretag ser ofta på flera olika faktorer innan de väljer att investera i ett företag (Kumar & Sharma, 2020). Dessa har ofta att göra med tillväxtföretagets grundare och övriga personer som arbetar inom företaget. Utöver det ser man på trender inom tillväxtföretagets bransch och konkurrensläget inom branschen. Enligt Kumar och Sharma, 2020 spelar även hur väl tillväxtföretaget kommer kunna konkurrera med sin produkt på marknaden en stor roll. Genom att förstå sig på företagets produkt eller tjänst kan man forma sig en bild av hur stor marknadsandel tillväxtföretaget kan uppnå i framtiden och på så sätt även komma fram till dess värde (Kumar & Sharma, 2020). En stor del av fokuset ligger alltså på icke-finansiella data, något som även kommer studeras mer ingående i denna studie.

2.4.2 Tillväxtföretagsbranschen i Finland

Tillväxtfinansiering i Finland är ett växande fenomen. Under år 2021 lyckades tillväxt- och buyout fonder samla in 1,483 miljarder euro i nytt kapital, vilket är en rekordsumma för branschen i Finland (Pääomasijoittajat ry, 2022). Under första halvan av 2022 låg denna siffra på 45 miljoner euro. Orsaken till att beloppet sjunkit så kraftigt är enligt Pääomasijoittajat ry (2022) att det samlats in så mycket nytt kapital under år 2021. Under första halvan av 2021 fick 44 finska tillväxtföretag finansiering ur tillväxt- eller buyoutfonder, jämfört med 91 under hela år 2021 (Pääomasijoittajat ry, 2022). Totalt investerades det 1,1 miljarder euro i finska tillväxtföretag under första halvan av år 2022, största delen av investeringarna upp till 70 % kom från utländska investerare. Det investerade beloppet på 1,1 miljarder euro är något lägre än perioden juli till december år 2020 då investeringarna uppgick till 1,136 miljarder euro (Pääomasijoittajat ry, 2022). Finska tillväxtföretag är alltså attraktiva investeringsobjekt både för inhemska och utländska investerare.

3 Tidigare forskning

I detta kapitel kommer tidigare forskning om de valda finansiella- och icke-finansiella redovisningsfaktorerna att presenteras. Den tidigare forskningen kommer att fungera som underlag för kommande analyser av studiens empiri.

3.1 Användning av finansiella och icke-finansiella data

Användning av finansiella data när det kommer till värdering av tillväxtföretag är ofta svårt. Företagen man värderar är unga och har ofta inte tillräckligt mycket finansiella data att se tillbaka på för att kunna komma fram till vettiga slutsatser. Det här har bidragit till att det inte finns mycket forskning inom ämnet, dock lyfts vissa artiklar ofta fram i litteraturstudier. Den första av dessa är Hands (2005) kvantitativa studie över hur relevanta för värderingen av tillväxtföretag finansiella och icke-finansiella rapporter är. Studien fokuserade speciellt på relevansen av de olika datatyperna före och efter bioteknologibolag listade sig på börsen. Hand (2005) lyfter fram att finansiella rapporter som resultaträkning, balansräkning och finansieringsanalys inte är så viktiga i samband med bolagets första finansieringsrundor. Detta är också tillfället då bolaget värderas för första gången. Orsaken här är att det finns en brist på historiska data att jämföra med varför rapporterna i sig själva inte anses relevanta (Hand, 2005).

Smith och Cordina (2014) är inne på samma linje som Hand (2005). De intervjuade venture capital-företag, som investerade i tillväxtföretag, om hur de använde sig av finansiella rapporter vid investeringsbeslut. Liksom Hand (2005) kom Smith och Cordina (2014) fram till att vikten av finansiella rapporter är låg när det kommer till tillväxtföretag. I och med detta ökar vikten av icke-finansiella rapporter, bland annat rapporter över intellektuellt kapital eller hur täckande bolagets patent är. Hand (2005) lyfter fram att icke-finansiella rapporter är mycket relevanta för värderingen av tillväxtföretag. Dessa rapporter ger en bild av den tillväxtpotential som finns inom bolaget, något som inte fångas upp i resultaträkningen och balansräkningen (Smith &

Cordina, 2014). Denna potential kan till exempel kännetecknas av forskning som leder till nya produkter eller av en kompetent företagsledning.

Vikten av finansiella rapporter ökar dock desto mer etablerat bolaget blir (Hand, 2005). Han menar att det beror på att den potential som lyfts fram i icke-finansiella rapporter realiserar. Då det händer uppstår ofta tillgångar i balansräkningen eller företagets lönsamhet ökar. På så sätt fångas den information som finns i icke-finansiella rapporter upp i resultat- och balansräkningen i takt med att företaget uppnår sin potential (Hand, 2005). Icke-finansiella rapporter blir då mer irrelevanta desto längre i sin livscykel företaget kommer. Detta syns speciellt efter att företaget lyckats lista sig på börsen (Hand, 2005). Finansiella och icke-finansiella rapporter fungerar alltså då som substitut till varandra istället för komplement. Vikten av icke-finansiella rapporter blir dock enligt Hands (2005) studie temporärt viktigare vid IPO tillfället på grund av att företag i det skedet värderas utgående från framtida potential istället för historiska prestationer. Varför vikten av icke-finansiella data igen lyfts fram då dessa rapporter bättre fångar upp framtida förväntningar (Hand, 2005).

Sievers m.fl. (2013) har studerat avvikelser i värderingar av tillväxtföretag i Tyskland och hur väl dessa kan förklaras av användningen av finansiella och icke-finansiella rapporter. Deras regressionsanalys över ett handplockat sampel av företag gav avvikande resultat från Hands (2005) studie. Enligt Sievers m.fl. (2013) kan 51% av avvikelserna mellan värderingarna förklaras med hjälp av finansiella data. Förklaringsnivån är på samma nivå för icke-finansiella data. Detta skulle tyda på att både finansiell och icke-finansiella data ger lika bra resultat när det kommer till värdering av tillväxtföretag (Sievers m.fl., 2013). En kombination av båda datatyperna hade dock en förklaringsgrad på 62%. Detta skulle i sin tur tyda på att finansiella och icke-finansiella data skulle fungera som komplement till varandra när det kommer till värdering av tillväxtföretag (Sievers m.fl., 2013).

Forskningsresultaten angående användningen av finansiella data vid värdering av tillväxtföretag är omstridda. Hand (2005) ser finansiella rapporter och icke-finansiella

rapporter som substitut till varandra medan Sievers m.fl. (2013) ser dem som komplement. Båda lyfter dock fram vikten av båda typer rapporter vid värdering av tillväxtföretag. Båda datatyperna kommer därför att studeras mer ingående under kommande kapitel i denna avhandling

3.2 Finansiella faktorer

3.2.1 Finansiella data och nyckeltal

Hand (2005) har sett på vilka bokslutsposter som är relaterade till ökade värderingar för tillväxtföretag. Enligt hans studie är företagets värde positivt relaterat till FoU-utgifter, likvida medel samt materiella tillgångar, bland annat maskiner och inventarier. Kostnader för sålda varor, övriga rörelsekostnader och långfristiga lån anses ha en negativ effekt på företagets värde (Hand, 2005). Hand (2005) valde att inte se på omsättningen eftersom hans studie fokuserade på företag inom bioteknologi, vilka ofta inte rapporterar intäkter förrän i ett mycket sent skede. Armstrong, Davila och Foster (2006) motsätter sig dock detta synsätt. De anser att Hands (2005) sätt att se på saken gäller för etablerade bolag men för tillväxtföretag måste vissa justeringar göras. Armstrong m.fl. (2006) anser att omsättningen, FoU-utgifter, kostnader för sålda varor och övriga rörelsekostnader har en positiv effekt på värdet hos tillväxtföretag. De kostnader som nämnts anses bidra med värde i framtiden varför de även borde ha en värdeökande effekt (Armstrong m.fl., 2006).

Sievers m.fl. (2013) har även studerat vilka bokslutsposter som analyseras i samband med värderingen. Bland balansposter är likvida medel en viktig post, vilket även lyfts fram av Hand (2005) och Armstrong m.fl. (2006). Företagets kassa ger en bra indikator över hur länge företaget har på sig att utveckla sin produkt. Man analyserar detta ofta genom att se på hur mycket pengar företaget förbrukar per månad jämfört med hur mycket pengar det genererar (Sievers m.fl., 2013). Mängden materiella tillgångar ökar även värderingen och sänker på bolagets risknivå då dessa lättare kan konverteras till

pengar vid en eventuell konkurs (Sievers m.fl., 2013). När det kommer till resultaträkningen lutar Sievers m.fl. (2013) mer åt samma håll som Hand (2005) nämligen att övriga rörelsekostnader har en negativ effekt på värderingen. Det här beror på att en stor del av de kostnader som ingår i kostnadsgruppen övriga rörelsekostnader hänför sig endast till den period då de uppstår. De bidrar således inte till att generera värde i framtiden för investerare i form av framtida kassaflöden (Sievers m.fl., 2013).

3.2.2 Värdering av immateriella tillgångar

Tidigare behandlades att tillväxtföretag ofta är unga företag i början av sin livscykel. I det här skedet är intäktssidan ofta inte så stor för företagen, medan kostnaderna å andra sidan växer snabbt. Stros och Říha (2020) talar om att teknologisk innovation är en av de viktigaste framgångsfaktorerna när det kommer till tillväxtföretag. Att kunna utveckla en ny teknologi som inte de stora aktörerna har ansett nödvändig att utveckla kan vara en värdefull konkurrensfördel. För att dessa nya teknologier eller innovationer ska ha ett värde, krävs det att de patenteras. Stros och Říha (2020) lyfter fram hur viktigt kvaliteten på patent är. Ifall kvaliteten är låg kan den lätt kopieras av andra, vilket sänker det framtida värde företaget unika teknologi kunde generera. Ett patent av hög kvalitet ökar företaget chanser att lyckas inom sin marknad och att nå möjliga framtida kassaflöden (Stros & Říha, 2020).

Greenberg (2013) håller med Stros och Říha (2020) om att patent ökar tillväxtföretags värde. Deras studie fokuserade på 317 israeliska teknologiföretag och 980 finansieringsrundor. Studien kom fram till att patent har en positiv effekt på yngre tillväxtföretags värde. Det här har enligt Greenberg (2013) att göra med att yngre företag oftast inte har andra sätt att skydda sin teknologi än genom patent. Ett beviljat patent ökar investerare tillit till att företaget har tillgång till sin teknologi och att den kan bidra med värde. Patent minskar därmed på informationsasymmetrin mellan investerare och tillväxtföretaget (Greenberg, 2013). Hoenen m.fl. (2014) håller med

Greenberg (2013) och ser även att patent öka tillväxtföretagets värde genom att ge det en monopolistisk rätt till sin egen teknologi. Utöver detta kom Hoenens m.fl. (2014) studie fram till att patent är ett sätt för tillväxtföretag att locka till sig ny finansiering. Det här beror liksom Greenberg (2013) lyfte fram på att patent minskar informationsasymmetrin mellan investerare och tillväxtföretaget. Enligt Hoenen m.fl. (2014) avtar dock denna effekt efter den första finansieringsrundan.

För att kunna patenterbara nya teknologier krävs det ofta stora investeringar. FoU-utgifter kan i vissa fall, speciellt i teknologibolag uppgå till närmare 50 procent av de totala kostnaderna (Lantz m.fl., 2013). Färdiga patent tas upp som en post bland immateriella tillgångar i balansräkningen och så även utvecklingsutgifter. Forskningsutgifter ska dock tas upp som kostnad för den räkenskapsperiod då de uppkommit (BokfL (1336/1997) 5:8). De nyttor bolaget får ur sina forskningsinsatser syns alltså inte i bokföringen på andra sätt än som en kostnad. Ur ett företags värderingsperspektiv kan detta synsätt baserat på försiktighet dock ge en felaktig bild.

Det här har studerats av Banker m.fl. (2019) samt Seo och Kim (2020). Banker m.fl. (2019) valde att studera hur investerare på aktiemarknaden värderade investeringar i övriga rörelsekostnader, främst i FoU, marknadsföring och humankapital. Studien utfördes som en kvantitativ studie av observationer på 41 323 verksamhetsår från åren 1980–2011. Data för studien hämtades från Compustats databas. Studien kom fram till att aktiemarknaden sätter ett visst värde på investeringar i de aktuella utgiftsgrupperna. Företag som hade stora FoU-, marknadsförings- och humankapitalkostnader värderades ofta högre av marknaden än företag med lägre kostnader av den här typen (Banker m.fl., 2019). Eftersom dessa utgifter ofta ger nytta åt företaget först i framtiden och inte syns i företagets balansräkningar, värderade finansanalytiker den här typen av bolag ofta lägre än deras motsvarigheter med lägre övriga rörelsekostnader. På så sätt uppstod det en skillnad mellan den värdering av bolaget aktiemarknaden hade och den finansanalytiker kom fram till (Banker m.fl., 2019).

Liksom Banker m.fl. (2019) har Seo och Kim (2020) även studerat hur investeringar i immateriella tillgångar påverkar värdering av företag. De valde att fokusera på små- och medelstora företag i Sydkorea. Enligt deras studie väljer flera mindre företag att inte satsa på investeringar i immateriella tillgångar som FoU, marknadsföring och humankapital eftersom de bidrar till oönskade utgifter i det korta loppet. Investeringar av den här typen kräver även ofta mycket kapital och genererar inte intäkter förrän längre fram i tiden varför de inte framstår som attraktiva för mindre företag. Dock visar Seo och Kims (2020) hierarkiska regressionsanalys över 173 sydkoreanska bolag att investeringar i immateriella tillgångar bidrar till en högre värdering och ökad lönsamhet i framtiden.

Amir, Lev & Sougiannis (2003) har även undersökt hur finansanalytiker värderar immateriella tillgångar. Deras fokus var främst på satsningar inom FoU, liksom studien av Banker m.fl. (2019). Amir m.fl. (2003) kom även fram till samma slutsats som Banker m.fl. (2019) och Seo och Kim (2020), nämligen att immateriella tillgångar har en positiv inverkan på framtida resultatförväntningar. En stor orsak till att immateriella tillgångar inte alltid beaktas enligt Amir m.fl. (2003) är brister i rapporteringen kring immateriella tillgångar. Eftersom dessa inte tas upp i finansiella rapporter måste analytiker se på effekterna utgående från olika icke-finansiella rapporter eller uttalanden från företagsledningen. Utgående från dessa kunde sedan analytiker anpassa sina estimat för att fånga upp det värde immateriella tillgångar bidrar med (Amir m.fl., 2003).

Utgående från det som Amir m.fl. (2003), Banker m.fl. (2019) och Seo och Kims (2020) studier kommit fram till borde även tillväxtföretag satsa på investeringar i immateriella tillgångar för att på så sätt kunna öka sina värderingar. Dessa investeringar kan sedan leda till nya patent som även har en positiv inverkan på företagets värde (Stros & Řiha, 2020; Greenberg, 2013; Hoenen m.fl., 2014). För att försöka fånga upp denna del av företagets värde brukar många värderare i praktiken aktivt aktivera dessa kostnader till balansen och avskriva dem i värderingsmodellen för att på så sätt beakta det värde de genererar (Lantz m.fl., 2013). Analytiker gör speciellt

dessa justeringar i branscher var satsningar på FoU är av ytterst stor vikt för att nå framgång (Amir m.fl., 2003).

3.2.3 Risk i tillväxtföretag

Risk är något som ofta förknippas med tillväxtföretag. Denna risk härstammar ofta från att företagen är i behov av stora mängder finansiering för att utveckla en ny produkt med osäkra framtidsutsikter. Det finns dock flera exempel på tillväxtföretag som lyckats lansera sina produkter och idag är framgångsrika företag, till exempel det finska företaget Supercell. Studier och medier fokuserar oftare på tillväxtföretag som lyckats nå framgång, trots att största delen slutar i konkurs (Cantamessa m.fl., 2018). Faktorer som bidrar till konkurs för företag är ofta brist på likvida medel, problem att lansera nya produkter eller att hitta kunder. En del av dessa problem härstammar från att entreprenören är allt för fokuserad på sin produkt istället för att fokusera på vad marknaden verkligen behöver (Cantamessa m.fl., 2018). Allt detta bidrar till att öka risken för att företaget ska gå under, vilket i sin tur leder till att investerare förväntar sig en hög avkastning på sin investering (Cantamessa m.fl., 2018).

WACC-räntan den ränta som oftast används för att räkna ut avkastningskravet på totalt kapital i företag (Koller m.fl., 2015). Tillväxtföretag får dock oftast största delen, eller hela sin finansiering i form av eget kapital varför avkastning på eget kapital fungerar bättre som diskonteringsränta (Lantz m.fl., 2013). Cooper m.fl. (2021) har studerat hur man beaktar den företagspecifika risken i tillväxtföretag. De lyfter fram att CAPM-formeln är den populäraste när det kommer till att hitta ett avkastningskrav på eget kapital för företag. Formeln utgår från den riskfria ränta, företagets beta-värde och marknadspremien. CAPM-formeln är mycket beroende av företagets beta-värde, som fås genom att se på förändringar i det valda företagets aktievärde och hur bra dessa följer ett visst index. Beta-värdet visar företagets specifika risk, alltså den typ av risk som hänförs till det valda företaget. Enligt CAPM kan denna typ av risk diversifieras

bort, varför CAPM fäster mer fokus på marknadsrisken som inte kan diversifieras bort (Saha & Malkiel, 2012).

När det kommer till tillväxtföretag uppstår det dock problem när man använder sig av CAPM-formeln. Olistade företag saknar ofta ett beta-värde och det är även svårt att få fram ett sådant för företaget i fråga (Cooper m.fl., 2021). CAPM formeln tar inte heller i beaktande sannolikheten för att kassaflöden kommer att upphöra helt och hållet, eftersom antaganden bakom formeln säger att sådan risk kan diversifieras bort (Saha & Malkiel, 2012). Det här är en mycket relevant företagsspecifik risk för tillväxtföretag. För att komma fram till den företagsspecifika risken måste man alltså se på andra faktorer hos tillväxtföretaget. Grajkowska (2011) för fram vikten av både finansiell- och icke-finansiell information när man försöker bestämma den företagsspecifika risken.

Grundantagandet bakom den företagsspecifika risken enligt Grajkowska (2011) är hur väl och huruvida bolaget kan generera kassaflöden åt sina ägare. Det här beror enligt Grajkowska (2011) på fyra komponenter. Den första har att göra med omsättningen. Ifall ledningen kan bevisa sina omsättningsestimater, till exempel genom bekräftade nya kundavtal, minskar detta på den företagsspecifika risken (Grajkowska, 2011). Kostnadsstrukturen spelar även en stor roll när det kommer till risk. En större andel fasta kostnader i förhållande till täckningsbidraget gör att företaget är mer beroende av att hålla omsättningen på en stabil nivå för att kunna täcka de fasta kostnaderna. Ifall företaget inte lyckas med detta stiger kapitalbehovet snabbt. Detta ökar således företagets risknivå eftersom det inte lyckas täcka sina fasta kostnader med hjälp av täckningsbidraget utan måste istället förlita sig på ytterligare finansiering (Grajkowska, 2011). Kapitalstrukturen och speciellt mängden främmande kapital ökar risknivån, då amorteringar och räntebetalningar minskar på de kassaflöden ägarna har rätt till (Grajkowska, 2011). Slutligen ser Grajkowska (2011) även på icke-finansiella faktorer som kan höja företagets risknivå. Dessa är företagets beroende av en nyckelperson, nyckelkund, teknologi eller att lanseringen av en framtida produkt är beroende av en myndighets beslut. Den sista faktorn är mycket relevant i bland annat läkemedelsföretag.

Grajkowskas (2011) sätt att se på företagsspecifik risk understöds även av Cooper m.fl. (2021). De lyfter fram att företagsspecifik risk påverkas av finansiella faktorer som omsättningen och nettoresultat. Cooper m.fl. (2021) ser även att icke-finansiella faktorer som företagets ålder, ifall det finns ett arbetsavtal mellan företaget och dess grundare samt hur täckande konkurrensklausuler bolaget har. Utöver detta påverkas den företagsspecifika risken även av makroekonomiska faktorer som hur många branscher företaget verkar inom och hur hårt reglerade dessa branscher är. Coopers m.fl. (2021) studie kom fram till att den branschspecifika risken inte spelar en så stor roll för kapitalkostnaden som helhet, medan den har en stor inverkan på den företagsspecifika risken. Det här har grunden i att vissa branscher helt enkelt är mer riskfyllda än andra. Till exempel läkemedelsbranschen är mycket beroende av myndigheters beslut för att få lansera nya produkter. Ifall loven inte beviljas är produkten värdelös och man måste börja om från början. Det här borde alltså vara en faktor som påverkar den företagsspecifika risken (Cooper m.fl., 2021).

Det finns flera sätt att implementera risk i värderingsmodeller, speciellt vid värdering med DCF-metoden som är mycket beroende av diskonteringsräntan. Studien utförd av Allee m.fl. (2020) kom fram till att värderingsspecialister ofta använder sig av den s.k. build-up-metoden. Här fungerar den riskfria räntan som bas och till denna adderas ett tillägg för företagsspecifik risk samt storleks- och branschspecifik risk. Cooper m.fl. (2021) är inne på samma linje. Det branschspecifika risktillägget fås genom att se på avkastningen hos listade bolag inom samma industri som det bolag man vill värdera (Cooper m.fl., 2021). Antagandet här är att den branschspecifika risken är relativt stabil. Cooper m.fl. (2021) antyder dock att så inte alltid är fallet och branschspecifika mått på risk kan vara mycket volatila. Därför föreslår de att den branschspecifika risken istället borde läggas till som en del av den företagsspecifika risken.

Vid värdering av tillväxtföretag måste man beakta risken för att kassaflöden kan upphöra helt och hållet i framtiden, den s.k. upphöranderisken. En konstant diskonteringsränta under hela estimatperioden som inte beaktar upphöranderisken ger allt för höga nettonuvarde för kassaflöden eftersom avkastningskravet inte är

tillräckligt högt i relation till risken. Ifall man justerar diskonteringsräntan för denna upphöranderisk får man således ett mer verklighetstroget mått på risk (Saha & Malkiel, 2012). En konstant diskonteringsränta för hela estimatperioden ger trots justeringen för upphöranderisk ändå felaktiga värden, denna gång för låga (Saha & Malkiel, 2012).

Enligt Grajkowska (2011) minskar risken i innovationsprojekt desto längre i utvecklingsprocessen projektet är. Det här beror på att risken med projektet minskar när produkten närmar sig lanseringsfasen. Det här tyder på att man borde använda olika avkastningskrav vid olika skeden i utvecklingsprocessen (Grajkowska, 2011). Saha & Malkiel (2012) ser liknande på risk i tillväxtföretag varför man borde använda olika diskonteringsräntor beroende på hur länge företaget verkat. Eftersom upphöranderisken minskar desto närmare stabil tillväxt företaget kommer borde även diskonteringsräntan minska för att motsvara risknivån (Saha & Malkiel, 2012; Grajkowska, 2011). Genom att använda sig av diskonteringsränta justerad för företagsspecifik risk, upphöranderisk och som även justeras längs med estimatperioden kommer man alltså fram till det mest exakta avkastningskravet för bolaget (Allee m.fl., 2020; Cooper m.fl., 2021; Grajkowska, 2011; Saha & Malkiel, 2012)

De diskonteringsräntor som används för tillväxtföretag är oftast mycket höga, till och med 50 % -70 % beroende på vilket stadie företaget är i (Montani, Gervasio & Pulcini, 2020). Det här gör att kassaflödesestimaten man satt upp nästan helt och hållet ”äts upp” av diskonteringsräntan. För att bättre visualisera de estimat för framtiden man ställt upp för företaget kan man använda sig av First Chicago-metoden (Montani m.fl., 2020). Metoden bygger på att man beaktar risken i tillväxtföretag i form av olika scenarier istället för att beakta den i diskonteringsräntan. Varje scenario ges en sannolikhet, ofta har man tre olika scenarier varav ett leder till att företaget går i konkurs (Montani m.fl., 2020). Som diskonteringsränta för alla scenarier används CAPM-modellen baserat på data från listade bolag (Montani m.fl., 2020). Efter att man fått fram de olika sannolikhetsviktade DCF-scenarierna adderas dessa ihop till företagets värde. Enligt Montani m.fl. (2020) är denna metod bättre än den s.k. Venture Capital-metoden där man endast fångar upp risken i diskonteringsräntan. Värdering

med First Chicago-metoden gör det även lättare att diskutera olika antaganden bakom modellen med olika parter.

3.3 Icke-finansiella faktorer

3.3.1 Affärsmodell och makrodata

I tidigare kapitel har icke-finansiella data och dess vikt för värderingen ofta tagits upp. I de kommande kapitlen kommer denna form av data att förklaras mer ingående och hur den kan användas av värderare i värderingstillfällen. En typ av icke-finansiella data som ofta används är analyser av den marknad eller bransch som tillväxtföretaget verkar inom. Miloud, Aspelund och Cabrol (2012) har studerat hur venture capital-företag använder sig av icke-finansiella data när de värderar tillväxtföretag. Deras forskning byggde på en kvantitativa studie över 184 investeringar utförda av venture capital-företag i 102 olika tillväxtföretag. De lyfter fram vikten av att värderaren förstår sig på den marknad tillväxtföretaget verkar i. Här måste man skapa sig en bild av konkurrensläget och ifall det finns restriktioner på marknaden. Wessendorf, Kegelmann & Terzidis (2019) lyfter fram vikten av att företaget lyckats hitta sin egen nisch på marknaden. Genom att fokusera på en specifik nisch av marknaden eller genom att skapa en helt ny marknad kan tillväxtföretaget uppnå högre värderingar (Wessendorf m.fl., 2019).

För att komma åt dessa fördelar måste företaget kunna differentiera sig med sin produkt eller tjänst. Dhochak och Doliyas (2020) studie understöder argumentet att differentierade produkter leder till högre värderingar för tillväxtföretag. Det här beror på att företaget då kan konkurrera bättre på den valda marknaden och på så sätt få en större framtida marknadsandel (Dhochak & Doliyas, 2020). För att kunna göra det här måste dock företagets kunder vara villiga att betala för det företaget erbjuder. Marknadsacceptans kan mätas främst som mängd sålda produkter eller tjänster men även med hjälp av marknadsundersökningar för att på så sätt kunna fastställa

kundernas åsikt om tillväxtföretagets produkter eller tjänster (Wessendorf m.fl., 2019). Marknadsacceptansen blir ännu viktigare ifall tillväxtföretaget försöker lansera sina produkter på en redan etablerad marknad med högre inträdesbarriärer. Då måste de redan existerande kunderna på marknaden vara villiga att ändra sitt beteende och byta över till tillväxtföretagets produkter (Wessendorf m.fl., 2019).

Miloud m.fl. (2012) lyfter fram att en av de viktigaste faktorerna när det kommer till företagets bransch och marknad är hur snabbt denna växer. En snabbt växande marknad gör att redan en relativt liten marknadsandel resulterar i en högre framtida omsättning (Miloud m.fl., 2012). Wessendorf m.fl. (2019) lyfter fram att en växande bransch ökar på effektiviteten inom företaget tack vare den ökande efterfrågan på företagets produkter. De menar att det här i sin tur minskar på företagets kostnader, vilket har en direkt positiv effekt på tillväxtföretagets värde. Effekten av en växande marknad kan även ses i DCF-modeller när man ska bestämma restvärdet för tillväxtföretaget (Wessendorf m.fl., 2019). Ifall man använder sig av evig tillväxt för att komma fram till restvärdet består nämnaren av differensen mellan diskonteringsräntan och den eviga tillväxtfaktorn. Den eviga tillväxtfaktorn kännetecknas oftast av branschens tillväxttakt som helhet. Om denna är högre blir talet i nämnaren lägre vilket ökar restvärdet i DCF-modellen. På så sätt leder en högre tillväxttakt inom branschen till ett högre värde för tillväxtföretaget (Wessendorf m.fl., 2019).

3.3.2 Värdering och inkorporering av intellektuellt kapital i värderingsmodeller

Tillväxtföretag är ofta starkt beroende av de personer som driver företaget. Trots detta syns egentligen inte dessa personer i företagets finansiella rapporter på andra sätt än som lönekostnader i resultatet. Den här resursen hos företag kallas för intellektuellt kapital. Lev (2004) definierar intellektuellt kapital som den kunskap företag besitter, värdet företagets anställda bidrar med, välfungerande processer och en fungerande

organisationsstruktur. Den här definitionen understöds även av Kaplan och Norton (1996). De ser intellektuellt kapital som de investeringar ett bolag gör i sina kundrelationer, teknologi, personal och leverantörer.

Intellektuellt kapital kan ytterligare grupperas in i tre undergrupper (Cuganesan, 2005). Den första undergruppen är humankapital, vilket innefattar personalens kunnande och erfarenhet. Ramanauskaite och Rudioniene (2013) ser denna undergrupp som den viktigaste komponenten av intellektuellt kapital, eftersom en kunnig personal bidrar med unika konkurrensfördelar för bolaget. Relationskapital å andra sidan är företagets relationer till kunder och andra aktörer på marknaden (Cuganesan, 2005). Strukturkapital är företagets processer, organisationsstruktur och tillgångar som patent, varumärke samt FoU. Strukturkapital är det som stannar kvar i bolaget efter att arbetsdagen är slut. Här syftar man på att företaget inte kan äga sitt humankapital men att strukturkapitalet, till exempel patent, ägs av företaget (Ramanauskaite & Rudioniene, 2013). Dessa tre undergrupper ska dock inte ses som skilda enheter utan de påverkar varandra (Cuganesan, 2005). Till exempel kan tidigare erfarenheter anställda har inom branschen leda till att man kan förbättra företagets processer.

Xu och Li (2019) har undersökt hur intellektuellt kapital påverkar högteknologi- och icke-högteknologibolag i Kina. Deras kvantitativa studie av 486 kinesiska bolag kom fram till att intellektuellt kapital har en positiv inverkan på resultat, effektivitet och lönsamhet i alla bolag. Dock var effekten på resultat och effektivitet högre i icke-högteknologiska bolag medan lönsamheten var högre i högteknologibolag tack vare intellektuellt kapital (Xu & Li, 2019). Speciellt humankapital och strukturkapital ansågs ha en stor effekt på de valda parametrarna, varför Xu och Li (2019) föreslår att företag borde koncentrera sina materiella och finansiella resurser på ett sådant sätt att det stöder utvecklingen av intellektuellt kapital. Speciellt strukturkapitalsprocesser borde effektivieras för att på så sätt kunna dra maximal nytta av den kunskap som finns inom bolaget (Xu & Li, 2019).

Den effekt intellektuellt kapital har på framgången hos nya företag har studerats av Hormiga, Batista-Canino och Sánchez-Medina (2011). Studien utfördes i form av en enkätstudie med 130 företag baserade på Kanarieöarna. Framgång mättes subjektivt genom frågor i enkätstudien. Entreprenörerna fick ta ställning till sitt företags ROA, omsättning, hur väl man lyckats nå förutbestämda målsättningar, framgång överlag och framgång i relation till konkurrenterna. Studien kom fram till att intellektuellt kapital spelade en stor roll för ifall nya företag nådde framgång (Hormiga m.fl., 2011). Speciellt human kapital och relationskapital var viktiga faktorer. Human kapital var viktigt för företagen eftersom de kunde nå framgång tack vare grundarens tidigare erfarenheter och kunskap. Även den tid grundaren satt in i bolaget hade en positiv effekt på framgången. När det handlade om flera grundare hade god kommunikationsförmåga en positiv effekt på uppfattad framgång (Hormiga m.fl., 2011). Relationskapital var även en viktig komponent. Här spelade det rykte företaget hade och det rykte de samlade på sig en stor roll på uppfattad framgång hos grundare (Hormiga m.fl., 2011).

Venture capital-företag talar ofta om hur de investerar i människor och inte baserat på siffror. Det här antagandet stämmer överens med studier gjorda inom området värdering av tillväxtföretag. Tidigare erfarenhet inom branschen eller företagarerfarenhet är något som leder till högre värderingar för tillväxtföretagen (Miloud m.fl., 2012). Här lyfts även fram vikten av att företagarteamet har erfarenheter från flera olika områden. Genom att ha ett team med olika bakgrund får man en bredare kunskapsbas vilket värderas högt av venture capital-företag (Miloud m.fl., 2012). Tillväxtföretagets humankapital är alltså en av de drivande faktorerna bakom värderingen.

För att humankapitalet ska kunna användas till sitt maximala potential måste det finnas klara beslutsstrukturer inom företaget. Tzabbar och Margolis (2017) har studerat detta och kommit fram till att grundare som verkar som VD:n i tillväxtföretag leder till lägre utnyttjande av tillväxtföretagets humankapital. Det här beror på att grundare ofta har bra tekniska kunskaper inom branschen medan deras administrativa kunskaper är bristfälliga. Genom att anställa en utomstående VD kan grundarna fokusera på att

använda den kunskap det besitter till att nå nya innovationer för tillväxtföretaget (Tzabbar & Margolis, 2017). De här resultaten understöds även av Wasserman (2017). Hans studie kom fram till att tillväxtföretag där grundaren ännu hade stor kontroll, till exempel VD-roll eller kontroll över styrelsen, fick lägre värderingar än tillväxtföretag där man hade en utomstående VD. Utgående från det här kan man se att venture capital-företag även värdesätter strukturkapital inom tillväxtföretag, då detta möjliggör mer innovation och bättre framtida lönsamhet (Tzabbar & Margolis, 2017; Wasserman, 2017).

Intellektuellt kapital har alltså en positiv inverkan på flera aspekter inom företaget, varför det även borde synas i värderingen av företag. Det här är något som undersökts av Abhayawansa m.fl. (2015). Deras studie fokuserade på hur intellektuellt kapital påverkade värderingen av företag gjorda av finansanalytiker på säljarsidan i en företagsvärderingssituation. Enligt deras intervjustudie har intellektuellt kapital en stor inverkan på hur analytikern uppfattar bolaget, hur man estimerar framtida kassaflöden och hur man prissätter bolaget i fråga (Abhayawansa m.fl., 2015). Problemet är dock att det ofta är svårt att kvantifiera effekterna av intellektuellt kapital.

Kvantifierbart intellektuellt kapital förs ofta in i värderingsmodeller som sådant så att effekterna av det direkt påverkar modellen (Abhayawansa m.fl., 2015). Det här tillvägagångssättet understöds även av Grajkowska (2011). Enligt henne är inkomstmetoden den metod som bäst tillämpar sig för att föra in effekterna av intellektuellt kapital i en DCF-modell. Grajkowska (2011) föreslår tre olika metoder för detta. Den första bygger på att lägga till effekter direkt till förväntade inkomster som kommer från framtida försäljning eller licensering av intellektuellt kapital. Man kan även beakta effekterna av intellektuellt kapital indirekt, genom att se på framtida inkomster ifall företaget inte hade tillgång till sitt intellektuella kapital. På det här sättet ser man effekterna av det intellektuella kapitalet på framtida inkomster. Den sista metoden ser på hur mycket högre bolagets förväntade inkomster skulle bli tack vare det varumärke och namn bolagets produkter eller tjänster bär. Ett hur stort premium skulle alltså kunder betala för det bolaget har att erbjuda på grund av dess namn (Grajkowska, 2011).

Icke-kvantifierbart intellektuellt kapital å andra sidan är svårare att föra in i värderingsmodeller. Det här har att göra med att det blir svårare att hitta ett exakt värde på det intellektuella kapitalet. I sådana fall syns det intellektuella kapitalet oftast först i prissättningen. Alternativt gav analytiker en sälj eller köprekommendation för aktien i fråga beroende på företagets intellektuella kapital (Abhayawansa m.fl., 2015). Det här visar på en hackordning när det kommer till värdering av intellektuellt kapital, där mer kvantifierbart tas med på ett mer märkbart sätt medan mindre kvantifierbart intellektuellt kapital endast beaktas i slutskedet av värderingen.

Abhayawansa m.fl., 2015) föreslår att intellektuellt kapital borde inkluderas i DCF modeller antingen som en del av estimerade framtida kassaflöden eller i diskonteringsräntan. På så sätt får man inkorporerat effekterna av intellektuellt kapital i det slutgiltiga priset för bolagets aktier. Grajkowska (2011) är inne på samma linje med sina förslag om de tre olika sätten man kan beakta intellektuellt kapital på. När det kommer till multiplar justerar man ofta resultatet i resultatmultiplar så att det är i linje med de förväntningar på intellektuellt kapital värderaren har (Abhayawansa m.fl., 2015). I osäkrare situationer kan även effekterna av intellektuellt kapital infogas först i prissättningskedet, då som antingen ett tillägg eller avdrag på företagets aktievärde (Abhayawansa m.fl., 2015).

4 Metod

Valet av metod och motiveringen bakom detta val kommer att presenteras till näst. En beskrivning av hur studien utförts med hjälp av de valda kvalitativa metoderna kommer även att tas upp i detta kapitel.

4.1 Metodbeskrivning

Avhandlingens studie kommer att utföras med hjälp av kvalitativa metoder. Till skillnad från kvantitativa metoder fokuserar inte kvalitativa forskningsmetoder på statistiska modeller utan istället på att förstå den miljö olika fenomen sker i (Bryman & Bell, 2017). Ett annat antagande bakom kvalitativa metoder är att ett socialt fenomen är baserade på samspel mellan människor (Bryman & Bell, 2017). Enligt Himick, Joher och Pelger (2022) blir kvalitativa studier allt vanligare inom redovisning. En orsak till detta är att kvalitativa studier lättare kan komma fram till information inom organisationer. Kvantitativa studier är beroende av data som företagen valt att publicera åt allmänheten. Till följd av detta kommer inte en stor del information som finns inom organisationen fram i kvantitativa studier. Kvalitativa studier å andra sidan, speciellt intervjuer ger forskaren möjligheten att få tillgång till information som annars inte skulle komma ut till allmänheten (Himick m.fl., 2022). Det här blir speciellt relevant i denna studie då det finns en hel del informationsasymmetri när det kommer till olistade bolag. Brist på historiska data och vikten av framtida estimat som inte syns i finansiella rapporter gör att intervjuer är ett bra sätt att få fram denna information.

Enligt Bryman och Bell (2017) måste alla företagsekonomiska studier fylla tre krav. Dessa är reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Replikerbarhet innebär att studien kan upprepas i samma form som tidigare. Det här är viktigt eftersom forskare i framtiden kan ha ett intresse av att utföra studien på nytt (Bryman & Bell, 2017). Det här ligger nära det andra kravet, nämligen reliabilitet. Reliabilitet innebär att studien kan utföras på nytt och då komma fram till samma resultat som tidigare (Bryman & Bell, 2017). Ifall studiens resultat kan replikeras ökar det även studiens validitet.

Validitet anses därmed av många vara det viktigaste kravet för vetenskapliga forskningar. En valid forskning kan generaliseras och ökar då nyttan av studiens resultat. Dessa tre krav är speciellt viktiga för kvantitativa studier, men för kvalitativa studier måste de justeras.

Extern reliabilitet, eller förmågan att replikera studien och komma fram till samma resultat är ytterst svårt att uppnå i kvalitativa studier. Detta skulle förutsätta att man kunde uppleva ett fenomen på exakt samma sätt som tidigare. Detta är nästan omöjligt när det kommer till sociala situationer, vilka ofta är målet för kvalitativa studier (Bryman & Bell, 2017). Extern validitet, alltså hur väl studiens resultat kan generaliseras, är även något som blir problematiskt vid kvalitativa studier. Det här har till största del att göra med att kvalitativa studier fokuserar på ett relativt litet sampel. Mindre sampel gör att det blir svårare att dra generella slutsatser utifrån studiens resultat (Bryman & Bell, 2017).

Utgående från detta har alternativa kriterier för kvalitativa studier utvecklats. Det första av dessa är giltighet. Begreppet innebär att studien utförts på ett sätt som är i linje med andra studier inom vetenskapsområdet samt att informationskällorna för studiens data anses giltiga (Bryman & Bell, 2017). Giltighet kommer att uppnås i denna studie genom att intervjua erfarna personer inom den finska företagsvärderingsbranschen. Dessa personer har flera år av erfarenhet inom branschen och kan således bidra med sin kunskap för att uppfylla studiens syfte.

Generaliserbarhet är ytterst svårt att uppnå i kvalitativa studier. Därför använder man sig istället av begreppet överförbarhet. Detta innebär att forskaren borde försöka få en djup och heltäckande beskrivning av ett visst fenomen. Andra forskare kan sedan använda sig av denna information i jämförbara situationer (Bryman & Bell, 2017). Inom denna studie kommer fokus att ligga intervjuer med experter inom branschen. Trots att personernas namn eller företag inte publiceras, ges dock information om deras arbetsuppgifter. Det här gör att fortsatta studier kan hitta personer med samma ansvarsområden och kunskap. På så sätt ökar studiens överförbarhet.

En kvalitativ studie anses pålitlig om den har granskats av andra personer (Bryman & Bell, 2017). Under hela avhandlingsprocessen kommer studiens resultat att granskas av såväl opponenter som avhandlingens handledare vilket på så sätt ökar dess pålitlighet. Det sista kriteriet för kvalitativa studier är neutralitet. I kvalitativa studier uppnås detta genom att forskaren inte tillåter subjektiva åsikter påverka studiens resultat utan återger på ett objektivt sätt (Bryman & Bell, 2017). Genom att basera analysen av de empiriska resultaten i tidigare forskning och etablerade teorier kan forskaren säkerställa studiens neutralitet.

4.2 Intervjustudie

Studien kommer utföras i form av en intervjustudie. De valda intervjuobjekten arbetar alla med värdering av tillväxtföretag i någon form. Intervjuerna kommer fokusera på två olika typer av värderare, konsulter och investerare. Konsulterna utför värderingsuppdrag åt sina kunder medan investerarna värderar tillväxtföretag för att eventuellt investera i dem. Genom att intervjua dessa två grupper av värderare kan intressanta skillnader mellan värderingspraxis och kritiska faktorer komma fram. Intervjustudier har tidigare utförts av Abhayawansa m.fl. (2015) samt av Smith och Cordina (2014).

Intervjuerna kommer utföras i form av semistrukturerade intervjuer via Microsoft Teams-tjänsten. Intervjuerna utfördes främst på finska och en på svenska. Intervjuguiderna hittas bland avhandlingens bilagor. I semistrukturerade intervjuer kan frågeställaren avvika från de på förhand bestämda frågorna för att få fram ytterligare kunskap av intervjuobjektet (Bryman & Bell, 2017). På det här sättet får man en bättre bild av hur experter i verkligheten går till väga när de ska värdera ett tillväxtföretag. Qu och Dumay (2011) lyfter även fram den semistrukturerade intervjun som det bästa alternativet. Semistrukturerade intervjuer utgår ifrån det lokalistiska synsättet på forskning, där målet är att studera ett fenomen i dess kontext (Qu & Dumay, 2011). Semistrukturerade intervjuer fungerar bra eftersom de ger rum för forskaren att avvika

från intervjuguiden för att på så sätt anpassa intervjun till den situation där den sker och på så sätt få fram ännu mer autentiska data (Qu & Dumay, 2011).

Hofisi, Hofisi och Mago (2014) lyfter fram nackdelar med intervjustudier. En av de väsentligaste nackdelarna är att det är intervjuaren själv som analyserar svaren ur intervjun. En nackdel är att det kan uppstå fel i tolkningen av intervjuobjektets svar. För att förebygga missförstånd kommer intervjufrågorna basera sig på tidigare forskning inom området. Qu och Dumay (2011) lyfter även fram vikten av att intervjuaren lyckas ta ett steg tillbaka från intervjuprocessen i enlighet med det lokalistiska synsättet på intervjuer. Den som intervjuar påverka lätt intervjuobjektets svar genom sin närvaro i intervjusituationen. Genom att ta ett steg tillbaka kan intervjuaren reflektera över hur denne eventuellt påverkar intervjuobjektets svar och förebygga detta i kommande intervjuer (Qu & Dumay, 2011).

4.4 Kvalitativ innehållsanalys

För att få en mer praktisk synvinkel på studiens temaområde utfördes en kvalitativ innehållsanalys på värderingen av ett tillväxtföretag. Det valda tillväxtföretaget är ett fint it-företag och kommer av sekretesskäl att nämnas "it-företaget" i denna avhandling. Värderingen av it-företaget sköttes av ett ekonomiförvaltningsbolag och utfördes inför en finansieringsrunda. Ekonomiförvaltningsbolaget gav tillgång till it-företagets due diligence-material, vilket fungerade som grund för innehållsanalysen. I innehållsanalysen ingick en analys av centrala dokument bland annat en långsiktig finansiell modell, budget för år 2023, strategidokument och övrigt material relaterat till it-företagets framtida tillväxt samt affärsmodell. Utöver detta ställdes ytterligare förtydligande frågor åt personen som utfört värderingen. Innehållsanalysen resulterade i en heltäckande analys över hur it-företagets, finansiella data, immateriella tillgångar, intellektuella kapital, affärsmodell och risk påverkade dess värde.

Enligt Bryman och Bell (2017) borde en kvalitativ innehållsanalys användas när forskare vill förstå sig på orsakerna bakom ett visst fenomen. I detta fall var målet med innehållsanalysen att få en mer praktisk insikt i hur man värderar finska olistade tillväxtföretag. Utöver detta var målet att skapa en förståelse för hur de valda faktorerna påverkade värderingen, varför denna typ av forskningsmetod fungerade väl. De dokument som analyseras i en innehållsanalys borde enligt Bryman och Bell (2017) vara autentiska, trovärdiga och representativa. Dokumentens autenticitet kunde fastställas genom att ställa ytterligare förtydligande frågor till personen som upprättat en stor del av de dokumenten. Det här gällde främst den långsiktiga finansiella modellen som var basen för DCF-modellen. Detta var en av värderingsmetoderna för it-företaget. Dokumentens trovärdighet och representativitet kunde konstateras genom att de var en del av företagets virtuella datarum för due diligence-material. Dessa dokument hade alltså verifierats och granskats av utomstående investerare med bred kunskap inom branschen.

Dokumentet analyserades med hjälp av en etnografisk innehållsanalys. Enligt Bryman och Bell (2017) bygger denna form av innehållsanalys på att koda de data man analyseras enligt vissa förutbestämda kategorier. I studiens innehållsanalys fungerade de studerade redovisningsfaktorerna som kategorier under vilka relevanta data sorterades. Utifrån detta utfördes en analys av dessa data både separat och som en helhet. Eventuella oklarheter utreddes efter detta med personen som utfört värderingen av it-företaget.

5 Empiri

I detta kapitel kommer intervjupersonernas svar och de data som samlades in i den kvalitativa innehållsanalysen att presenteras. Kapitlet börjar med en presentation av intervjupersonerna, varefter deras svar grupperats utgående från de studerade redovisningsfaktorerna. Till sist presenteras it-företaget samt dess värdering.

5.1 Beskrivning av de intervjuade personerna

Bild 1: Sammanfattning av de intervjuade personerna

Person	Arbetsuppgift	Investerare/Konsult	Längd på intervju
A	Senior Partner på private equity-fond med fokus på etablerade tillväxtföretag	Investerare	01:06:36
B	Partner på ett ekonomikonsulteringsföretag, personens fokus är transaktions- och värderingstjänster	Konsult	00:48:00
C	Partner på ett ekonomikonsulteringsföretag, personens fokus är transaktions- och värderingstjänster	Konsult	00:41:55
D	Partner på ett ekonomikonsulteringsföretag, personens fokus är transaktions- och värderingstjänster	Konsult	00:54:29
E	Chef för företagsvärderingstjänster för medelstora företag på ett av Big4-bolagen	Konsult	00:39:43
F	Direktör på ett av Big4-bolagen, fokus på företagsvärdering	Konsult	00:45:04
G	Associate Partner på en venture capital fond med fokus på mer etablerade tillväxtföretag	Investerare	00:52:42
H	Managing partner på ett venture kapitalföretag med fokus på tidiga investeringar i teknologibolag	Investerare	00:34:56
I	Investeringschef på ett riskkapitalsbolag med fokus på mer etablerade tillväxtföretag	Investerare	00:28:26

De intervjuade personerna jobbar alla med värdering av tillväxtföretag, antingen som investerare eller konsulter. Alla intervjupersonerna arbetar inom Finland och fokuserar därmed främst på finska tillväxtföretag. De intervjuade investerarna jobbar alla under titeln partner förutom person I som fungerar som investeringschef. Riskkapitalfonderna de arbetar för fokuserar främst på mer etablerade tillväxtföretag. Fonden Person H arbetar för avviker dock här, eftersom den fokuserar främst på att investera i ett tidigt skede. De riskkapitalfonder personerna arbetade för är alla välkända i Finland och personerna kan därför anses ha en bra insikt i den finska tillväxtföretagsbranschen. De flesta av investerarna hade tidigare erfarenhet inom riskkapitalbranschen innan de började med sina nuvarande arbetsuppgifter. Person H hade även en lång bakgrund inom it-branschen, varefter han börjar fokusera på uppstart- och tillväxtföretag. Utbildningsbakgrunderna avvek dock lite. Personerna A och I är ekonomimagistrar till utbildningen, medan personerna H och G är diplomingenjörer.

De intervjuade konsulterna jobbar antingen inom transaktionstjänster på ett av Big4-bolagen eller på andra ekonomikonsteringsbolag. Deras tidigare arbetserfarenheter är dock mycket olika. Personerna E och F har främst jobbat inom Big4-bolagen med förestagsvärderingstjänster under hela sina karriärer. Person E har även jobbat på en finsk bank som företagsfinansieringschef. Personerna B och D har främst jobbat med operativa uppgifter inom olika företag, främst med fokus på ekonomiförvaltningsrelaterade uppgifter. Person D har en liknande bakgrund och har även tidigare fungerat som VD för ett listat bolag i Finland. Person C har jobbat både utomlands och inom Finland med värderingstjänster. Under sin karriär har han speciellt fokuserat på värdering av patent. Personerna B och C har även drivit egna uppstart-företag i Finland. Alla konsulterna är ekonomiexamensmagistrar till utbildningen. Person F har en dubbelexamen och är även utbildad jurist.

Under intervjuerna blev de intervjuade personerna även ombudda att definiera ett tillväxtföretag. De flesta av personerna lyfte fram att det är ett företag som prioriterar tillväxt framom lönsamhet. Person D ansåg att tillväxttakten borde ligga på minst 20% för att företaget skulle kallas för ett tillväxtföretag. Flera av intervjupersonerna fäste även uppmärksamhet vid affärsmodellens skalbarhet, både inom Finland och internationellt. Person C lyfter fram att tillväxtföretag klart ska ha kommit förbi idéstadiet. Det här innebär att det ska finnas efterfrågan för företagets produkter eller tjänster. Personerna B och C ser även ytterligare att tillväxtföretag i främsta hand får sin investering från professionella investerare. Person F är försiktig med att definiera ett tillväxtföretag. Enligt honom är det en titel de flesta företag vill ha idag, han anser istället att man ska göra sina antaganden om ett företag utgående från det läge det befinner sig i.

5.2 Värderingsmetoder

De intervjuade personerna hade delade åsikter när det kom till val av värderingsmetod för tillväxtföretag. DCF-metoden var den populäraste men det fanns även vissa som

föredrog att använda sig av multiplar. DCF ansågs som den primära metoden främst av konsulterna. Speciellt personerna B, D och E förespråkade starkt användning av DCF-metoden. Person B utgår alltid från ledningens estimat när han bygger upp en DCF modell. På så sätt får man en bild av de drivande faktorerna bakom bolagets tillväxt. Finns det till exempel långa avtal med kunder man kan basera omsättningstillväxten på, gör det estimaten mer pålitliga eftersom det då finns bevis på framtida tillväxt. Dessa estimat är dock ofta lite i överkant varför de sedan måste rationaliseras. Person E är inne på samma linje och anser att DCF-metoden är den mest passande värderingsmetoden eftersom den behandlar alla delområden inom företaget. Värderaren skapar sig alltså en helhetsbild av tillväxtföretaget.

Person E brukar börja från framtiden när han bygger upp en DCF-modell för tillväxtföretag. Man börjar med att analysera marknaden och vilken marknadsandel företaget kan väntas få i framtiden. Sedan bygger man upp estimat enligt de resurser man tror att företaget kommer behöva för att uppnå denna framtida marknadsposition. Person E brukar även förlänga estimatperioden i DCF-modellen till 10–15 år för att på så sätt minska på den inverkan restvärdet har på företagets värde som helhet. Han delar även upp estimatperioden i olika skeden utgående från bolagets tillväxttakt. Estimatperioden börjar ofta med en period av stark tillväxt då företaget väntas få en större marknadsandel eller tränga sig in på en ny marknad. Den här estimatperioden följs ofta av en period av långsammare tillväxttakt då tillväxtföretaget etablerat sig på marknaden. Genom att dela upp estimatperioden i olika skeden får man en mer realistisk bild av hur företaget kommer att växa, då den inledande tillväxttakten kan vara svår att upprätthålla i det långa loppet. Person C går inte direkt till DCF-metoden när det kommer till tillväxtföretag. Han lyfter dock fram vikten av metoden speciellt när det är frågan om en strategisk investering där investeraren vill få en bredare bild av investeringsobjektet. Fördelarna med DCF-metoden är helt klart att den ger en helhetsbild av bolaget. Det här kan sammanfattas i ett citat av person C: "DCF spelar alltid en roll i min värld, kanske inte för att den kommer till rätt värde, utan för att den tvingar till en bra dialog".

En av nackdelarna med DCF-metoden är dock att den är mycket beroende av värderarens antaganden. Det här är något person C lyfter fram. Han anser att eftersom restvärdet är en relativt stor del av hela företags värde och för att de är svårt att precis bestämma denna post, borde man även använda sig av andra värderingsmetoder i kombination med DCF-metoden. Person D är inne på samma linje här. Enligt honom är antaganden bakom restvärdet mycket viktiga då dessa i vissa fall fångar upp den risk som förknippas med investeringen. Person I lyfter fram att det ofta är mycket svårt att komma fram till pålitliga estimat för en DCF-modell för tillväxtföretag. Företagen har ofta inte en tillräckligt stor kundorderstock man skulle kunna utgå ifrån för att skapa långsiktiga estimat. Speciellt för riskkapitalföretag som investerar i ett tidigt skede är det svårt att använda DCF-metoden. Det här beror på att unga företag ofta inte har tillräckligt med pålitlig finansiella data att basera en DCF-modell på. Det här är varför bland annat personerna G och I väljer att använda andra metoder när de värderar tillväxtföretag.

Personerna G och I använder nästan enbart multiplar när de värderar tillväxtföretag. De föredrar att använda omsättningsbaserade multiplar som EV/Sales. Den här multipeln passar bra för tillväxtbolag då de ofta ännu inte har positiva resultat att utgå ifrån. Det här är något som gör EV/Sales populärare än till exempel EV/EBITDA enligt person I. Person B är inne på samma linje och använder sig även ofta av ARR multiplar. Det här är ett mått på hur stor del av kunderna fortsätter att köpa av tillväxtföretaget varje månad eller år. Den här multipeln är speciellt populär bland SaaS-bolag som erbjuder prenumerationstjänster. När man använder sig av multiplar måste man basera multiplarna på referensvärden av liknande bolag. Här ser person I ofta på tillväxtföretagets konkurrenter för att komma fram till multipelns värde. Person H ser ofta på tidigare värderingar deras fond gjort och använder sedan multipelvärderingen från dessa som referensgrupp för nya värderingar. Vanligtvis är det svårt att hitta en referensgrupp bestående av andra tillväxtföretag enligt person B. Det här beror på att de inte behöver publicera lika omfattande information som listade bolag.

Listade bolags multiplar används även till viss mån, men dessa ger dock inte alltid en pålitlig bild. Enligt person C borde referensgruppen bestå av bolag med liknande risknivå, lönsamhet och tillväxtpotential. Få listade bolag liknar tillväxtföretag utgående från dessa faktorer, varför listade bolags multiplar kan vara missvisande när man värderar tillväxtföretag. Person B lyfter dock fram att listade bolags multiplar ändå kan vara till användning när man värderar tillväxtföretag. Trots att dessa inte ger ett perfekt referensvärde ger de ändå en bild av trenden på marknaden. Ifall listade bolags multiplar är på väg neråt borde även tillväxtföretags multiplar göra det. Om man gör en värdering av ett tillväxtföretag med mycket högre multiplar än marknaden måste man enligt person B förklara sin tankegång mer ingående. Person D motsätter sig användningen av multiplar när det kommer till värdering av tillväxtföretag. Enligt honom borde värderingsmodeller för tillväxtföretag vara framåtblickande. Han anser att multiplar ger en allt för statisk bild av företagets nuläge och berättar inte hur företaget kommer växa i framtiden.

Utgående från intervjupersonernas svar kan man se att det finns både för- och nackdelar med DCF-metoden och multiplar. Det här är en av orsakerna till att man ofta använder flera olika metoder för att komma fram till tillväxtföretagets värde. Person A är en stark förespråkare för användningen av flera värderingsmetoder. Han menar att man alltid använder sig av både DCF och multiplar, men för att få fler referensvärden utför man även en analys av marknaden. Det här innebär bland annat att försöka identifiera typiska drag hos företag inom branschen och sen se ifall tillväxtföretaget står ut ur mängden. Man kan även samla in data genom att tala med kunder för att få deras syn på tillväxtföretaget i fråga. På så sätt kan man eventuellt identifiera tillväxtföretag som kan uppnå marknadsledarställning i framtiden. Marknadens åsikt om företaget avviker även ofta från det som syns i företagets finansiella rapporter, varför det är av stor vikt enligt person A att även analysera marknaden och inte endast lita på det värde man kommer fram till med olika värderingsmodeller.

Riskkapitalföretag föredrar ofta att se på värderingen av tillväxtföretag ur ett mer holistiskt perspektiv. Person G brukar utgå ifrån hur mycket finansiering

tillväxtföretaget är i behov av när man fastställer värdet. Ifall tillväxtföretaget vill ha 20 miljoner i finansiering kan man inte utgå ifrån en 20 miljoners värdering på företaget. Det här skulle då betyda att investeraren skulle köpa upp hela företaget, vilket inte oftast är målet för riskkapitalföretag. Då beaktar man hellre en hur stor andel av företaget ägarna är villiga att ge upp och värderar det utgående från finansieringsbehovet. Person H brukar även se på sina värderingar ur den här synvinkeln. Hans utgångsläge brukar vara den avkastning man kan få ur investeringen vid investeringsperiodens slut. Fonden han jobbar för brukar sträva efter en avkastning på 10x. Enligt deras analyser av marknaden brukar it-bolag, vilka de primärt investerar i, säljas vidare för 10–20 miljoner euro. Då strävar person H efter att få en 10x avkastning på sin ursprungliga investering när det slutliga avkastningsbeloppet ligger mellan 10–20 miljoner euro. Person D motsätter sig synsättet på värdering utgående från företagets investeringsbehov och hur mycket som redan investerats i bolaget. Enligt honom är en investerad summa inget bevis på att denna investering generat värde. Tillväxtföretaget kanske inte lyckats använda investeringen på det planerade sättet varför dess värde inte längre är lika stor som då man gjorde investeringen.

Person D lyfter fram att värderingar vid tidigare finansieringsrundor har en stor inverkan på framtida finansieringsrundor. Ofta ökar företagets värde kumulativt från runda till runda baserat på tidigare värderingar. När tillväxtföretaget blir mer etablerat avtar dock detta och företagets värde är inte längre lika beroende av tidigare värderingar. Person D brukar även se på tillväxtföretagets substansvärde för att forma sig en bild av vilka tillväxtpotentialer företaget har utgående från sina nuvarande tillgångar. Det här ger ytterligare en referenspunkt för värderare.

Vilken värderingsmetod man sist och slutligen väljer beror på flera olika faktorer. Ofta har det att göra med vilken metod som anses mest passande. Person B lyfter fram kundens önskemål som en viktig del av valet mellan olika värderingsmetoder. Ifall kunden vill att man ska göra en värdering med multiplar så gör man en sådan till bästa förmåga. Ofta gör han dock värderingar enligt flera olika metoder och sen väljer man den som anses mest gynnsam för kunden. Person F lyfter fram att man även måste se på för vem värderingen görs och vad motiveringen till värderingen är. De finska

skattemyndigheterna föredrar klart kassaflödesbaserade metoder. Gör man en värdering ur en beskattningssynvinkel lönar det sig att använda kassaflödesbaserade modeller. Personerna C och A förespråkar användningen av flera värderingsmodeller för att på så sätt fastställa tillväxtföretagets värde. Person C lyfter fram att man som värderare måste känna till de olika modellernas styrkor och svagheter för att veta vilken man ska utgå ifrån från fall till fall.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att det finns förespråkare för både DCF-metoden och för multiplar när det kommer till värdering av tillväxtföretag. Konsulterna verkar luta mer mot DCF-metoden medan investerarna använder sig mer av multiplar eller andra metoder. Valet av metod verkar mest motiveras av olika externa faktorer som kunders önskemål och orsaken till att tillväxtföretaget värderas. Det här stämde dock mest för konsulter vilket kan förklaras av att de blivit anställda, av företaget som ska värderas, att utföra värderingen. Något som även indirekt kom fram i flera intervjuer men som personerna B, D och I klart lyfte fram var att den slutliga värderingen ofta är beroende av parternas förhandlingsförmåga och hur man motiverar sin värdering. Person D lyfte ytterligare fram att värdering av tillväxtföretag är mycket subjektivt. Ofta till och med mer subjektivt än värdering av mer etablerade bolag.

5.3 Användning av finansiella och icke-finansiella data

Vikten av finansiella data när det kommer till värdering av tillväxtföretag varierar beroende på vilka intervjupersoner man talar med. Personerna B, C, D, E och F anser att finansiella data är grunden för hela värderingen och att det är svårt att bevisa något utan den typen av data. De motiverar sin åsikt med att finansiella data ligger som grund för en DCF-modell och att icke-finansiella data sedan kommer in i estimaten. I slutändan är det kassaflöden investerare vill se och då måste företaget kunna generera dessa. Person C kopplar ihop finansiella data med företagets affärsmodell. Ifall tillväxtföretagets finansiella nyckeltal inte är på önskad nivå tyder det här på brister i

affärsmodellen. Det här visar igen på vikten av finansiella data som en indikator för hur väl företaget kommer klara sig i framtiden. Person D är inne på samma linje och anser att historiska finansiella data fungerar som bevis på att tillväxtföretaget kan uppnå de tillväxtmål det ställt upp. Ifall företagets tillväxtplan är en logisk fortsättning på de historiska data som finns minskar det på risken med investeringen enligt honom. Finansiella data blir alltså relevanta ifall de stöder de tillväxtplaner företaget har. Person F lyfter fram att finansiella data är viktigare för tillväxtföretag då den typen av företag ofta är lite mer etablerade än uppstartföretag. Det finns alltså ofta redan en del historisk finansiella data att utgå ifrån i värderingen. Bland investerarna anses finansiella data även vara viktig. Speciellt för personerna G och I spelar finansiella data en större roll för värderingen än icke-finansiella data. Det här motiverar de med att deras fonder investerar i mer etablerade bolag som redan har en del historik att utgå ifrån.

Person A och H motsätter sig de andra intervjupersonerna när det kommer till vikten av finansiella data. Person A anser att finansiella data är viktig, men att de aldrig dikterar värderingen. Enligt honom är mjuka värden mycket intressantare för investerare än företagets siffror. Person H är inne på samma linje. Han motiverar sin ståndpunkt med att hans fond investerar i ett så pass tidigt skede att det inte finns tillräckligt med finansiella data att utgå ifrån i värderingen. Person I lyfter även fram icke-finansiella data som en viktig komponent i värderingen. Trots att finansiella data är grunden för värderingen skulle inte person I investera i ett bolag helt och hållet utgående från den. Person F tar upp att tillväxtföretagets icke-finansiella rapporter som strategidokument och marknadsanalyser måste vara i skick när de söker finansiering av investerare. Den som värderar bolaget måste sedan forma sig en bild av hur vettiga företagets planer är, vilket i sin tur påverkar värderingen.

Person D anser att båda typerna av data är viktig. Enligt honom baserar sig värderingen på en kombination av båda två. Brister i någondera leder alltså inte till att man inte skulle rekommendera företaget som investering. Ifall företagets finansiella rapporter är på en god nivå, men ledningen inte förstår sig på själva verksamheten måste man se över vilka investeringar som behövs för att täcka dessa brister i kompetensen. Om å

andra sidan de finansiella rapporterna är bristfälliga och ledningen inte förstår sig på värdering, men de är mycket duktiga på själva verksamheten kan tillväxtföretaget ändå bli ett intressant investeringsobjekt. Då sköts värderingen ganska långt av utomstående, vilket kan leda till att investerare får aktier i bolaget till ett billigare pris än de annars skulle ha fått. Enligt person D påverkar alltså företagets kunnande hur själva värderingsprocessen framskrider, men både finansiella data och icke-finansiella data är viktiga.

Utgående från intervjupersonernas svar kan man dra slutsatsen att både finansiell och icke-finansiella data spelar en stor roll för värderingen av tillväxtföretag. Det finns vissa skillnader mellan konsulter och investerare, men på det stora hela har de båda grupperna av värderade ganska liknande åsikter i vilken typ av data som är viktigare för värderingen. Person A och H sticker dock ut ur mängden här. De fokuserade klart mer på icke-finansiella data. De använde dock, liksom de andra intervjupersonerna, sig även av finansiella data.

5.4 Finansiella faktorer

5.4.1 Finansiella data och nyckeltal

Alla intervjupersoner lyfte upp att de analyserar finansiella nyckeltal vid värderingssituationer. Vilka nyckeltal de valt att se på varierar från person till person. Bruttomarginalen är något som ofta kom upp. Enligt personerna A, B, D, E och I är bruttomarginalen det viktigaste resultatnyckeltalet. Det ger en bild av hur väl företaget lyckats prissätta sina produkter eller tjänster. Person A lyfter fram att investerare ofta inte fokuserar lika mycket på EBITDA i tillväxtföretag som i mer etablerade företag. Det här beror på att de kostnader som ligger mellan bruttomarginalen och EBITDA ofta härstammar från sådana aktiviteter som investeraren redan har inom sitt eget bolag. På så sätt behöver inte tillväxtföretaget bära dessa kostnader. Person I lyfter

även fram att ett negativt rörelseresultat inte alltid är en negativ sak då det kan betyda att företaget satsat på tillväxt, vilket kommer leda till lönsamhet i framtiden.

Ifall bruttomarginalen är för låg betyder det att företagets produkt eller tjänst är fel prissatt, vilket i sin tur är betydligt svårare att åtgärda. Täckningsbidrag per produkt är även något personerna B och E lyfter fram som viktigt. Bruttomarginalen är starkt kopplad till företagets omsättning, varför omsättningens tillväxttakt och estimerade tillväxttakt är viktig att analysera. Här är det även viktigt enligt person B att förstå sig på vad drivarna bakom omsättningen är. Finns det till exempel långa kundkontakt som gör att man med säkerhet kan estimerar den framtida omsättningen. Person D ser även på drivarna bakom den estimerade framtida omsättningen. Utöver det brukar han försöka komma fram till vilka operativa investeringar som behövs för att uppnå omsättningsestimaten. Person H anser även att för investerare som investerar i ett tidigt skede är omsättningen den enda finansiella posten man kan se på eftersom resultaten ofta ännu är negativa.

Andra lönsamhetsmått används även. Person A lyfter fram att man använder sig av alla de vanligaste lönsamhetsmått som EBIT- och EBITDA-marginaler. Dock anses bruttomarginalen vara den viktigaste. Person G lyfter här fram skillnader mellan olika branscher. Till exempel för SaaS-bolag är bruttomarginalen inte lika viktig att följa med eftersom den här typen av bolag traditionellt sett inte har så höga kostnader för sålda tjänster, alltså är bruttomarginalerna ofta nära 90%. Andra kostnader utgör större delar av hela kostnadsstrukturen. Av de här orsaken ser person E alltid på liknande bolags marginaler för att skapa sig en bild av på vilken nivå de olika lönsamhetsmått borde vara på. Ifall EBITDA är negativt behöver heller inte alltid vara en dålig sak. Person G brukar därför ofta istället skapa sig en bild av när företaget kommer nå positiv EBITDA istället för att fokusera på att det är negativt vid värderingstidpunkten. Person F anser även att lönsamhetsmått som bygger på resultat lägre ner i resultaträkningen än rörelseresultat inte lönar sig att se på när det kommer till tillväxtföretag. Till exempel P/E-tal ger inte mycket mervärde för en analys av tillväxtföretag då nettoresultaten ofta är negativa hos den här typens företag.

Företagets kostnadsstruktur är något som även analyseras noggrant. Här ser personerna B, C och D speciellt på hur kostnaderna reagerar när företagets omsättning växer. I en DCF-modell är det ytterst viktigt att förstå sig på vad som driver företagets kostnader för att kunna estimerar framtida resultat. Person D försöker alltid forma sig en uppfattning om vilka operativa utgifter som kommer behövas i framtiden för att kunna uppnå den planerade omsättningen. För honom är alltså en analys av tillväxtföretagets kostnadsstruktur mycket viktig. Lönekostnader är ofta en stor del av tillväxtföretags totala kostnader. Speciellt för tjänsteföretag växer dessa i takt med omsättningen då man måste anställa ny personal i takt med att efterfrågan på företagets tjänster växer. För andra typer av företag växer kanske inte lönerna i samma takt som omsättningen. Person E poängterar även att löner i tillväxtföretag inte alltid fungerar på samma sätt som i etablerade företag. Ibland betalas inte löner ut alls och ibland betalas löner i form av aktieoptioner i bolaget, varför det kan bli svårt att analysera lönernas inverkan på tillväxtföretagets lönsamhet.

Övriga rörelsekostnader som FoU samt kostnader för marknadsföring är även något som ofta analyseras. Här ser man igen på hur stora de är i relation till omsättningen och hur de påverkas av att omsättningen växer (person B & G). Person H anser att företagets kostnader inte direkt påverkar värderingen av företaget. De kan eventuellt påverka värderingen indirekt eftersom företagets kostnader dikterar den mängd finansiering som behövs för att fortsätta verksamheten. Det här måste sedan sättas i relation till hur mycket kontroll företagets ägare vill ge upp i företaget i utbyte mot ny finansiering. Ett företag som har en högre värdering behöver inte ge upp lika mycket kontroll som ett företag med en lägre värdering för att få in ny finansiering. På så sätt anser person H att kostnadsstrukturen påverkar tillväxtföretagets värdering indirekt. Han tillägger dock här att värdering av företag baserat på deras behov av finansiering är fel tillvägagångssätt. Dock sker detta ofta i praktiken när företagets ägare inte vill ge upp för mycket kontroll i bolaget.

Balansräkningen analyseras även av alla intervjupersoner. Person D anser att balansräkningen ger en indikation av företagets resultatgenereringsförmåga. Person C följer med företagets kassamedel för att forma sig en bild av hur länge företaget har

kvar före det inte kan betala sina skulder. Person B ser även på hur balansen och speciellt rörelsekapitalet reagerar när bolaget växer. Här är det viktigt att se på hur väl företaget kan konvertera sin omsättning till kassaflöden. Ifall företaget inte klarar av detta kommer balansen att växa tack vare alla kundfordringar som inte kunnat konverteras till kassamedel. Det här är något som syns direkt i DCF-modellen då man inte kan estimera att företaget lyckas konvertera sina fordringar till pengar om det inte lyckats göra det tidigare. Det här minskar i sin tur på de fria kassaflöden företaget kan generera. Person A prioriterar även liknande saker och ser på hur snabbt företaget lyckas konvertera sitt resultat till kassaflöden. Det här visar hur väl företaget lyckas finansiera sig själv och hur mycket extern finansiering det eventuellt kommer behöva av investerare.

Behovet av finansiering syns även i mängden investeringar företaget planerar göra i framtiden för att uppnå sina tillväxtmål, något som person E ofta ser på. Person H anser dock att företags kassa inte påverkar dessa värdering direkt utan mer indirekt på samma sätt som dess kostnadsstruktur. Ifall företaget behöver mer finansiering måste det ge upp mer kontroll och här påverkar företags värde hur mycket kontroll de kan tvingas ge upp. Person F anser att periodiseringsbaserade nyckeltal är bättre än kassaflödesbaserade för själva värderingen. Enligt honom görs värderingen baserat på nuvarande värden och det sedan är upp till en eventuell investerare att hitta lösningar på framtida problem angående kassaflöden.

En tung balansräkning är ofta ett dåligt tecken. Detta kan bero på att företaget inte lyckats konvertera sina fordringar till pengar. Alternativt kan detta bero på att företaget aktiverat mycket utvecklingsutgifter till balansen. Det här är något som person H ofta ser på när han väljer att investera i företag. Stora aktiveringar ger värderaren en felaktig bild av företags lönsamhet. Företags kapitalstruktur kan även bidra till att balansräkningen växer. Ifall tillväxtföretaget är tvunget att ta stora lån för att finansiera sin verksamhet. Enligt person I ser man här på hur stora lån tillväxtföretaget har och hur väl företaget kan generera kassaflöden för att täcka amorteringen av lånen.

Det finns även vissa andra finansiella nyckeltal som används vid värdering av tillväxtföretag. Dessa är ofta branschspecifika eller olika mått på effektivitet. Person G lyfter fram att för marknadsplatsplattformar, som till exempel Airbnb, lönar det sig att se på hur stor andel av all försäljning på plattformen företaget får i form av kommissioner. För SaaS-bolag lönar det sig att se på ARR. Det här är ett mått på hur ofta samma kund köper tjänster av företaget eller förnyar sin prenumeration. Olika effektivitetsmått är även populära i tillväxtföretag. Här ser person E bland annat på omsättning per anställd, fakturering per anställd eller faktureringsgrad. I produktbaserade företag lönar det sig att följa med produktionskapaciteten och till vilken grad denna används. På så sätt kan man följa med hur effektivt företagets resurser används. Person D tycker att det inte finns nyckeltal man alltid analyserar. Han utgår ifrån en heltäckande analys av resultatet och balansen och utgående från den väljer han ut vilka poster som borde analyseras noggrannare.

5.4.2 Immateriella tillgångar

När det kommer till immateriella tillgångar delas intervjupersonernas åsikter. Vissa anser att bland annat patent bidrar med värde åt företaget och borde därför beaktas i värderingsmodeller. Vissa av de intervjuade personerna fäste dock inte mycket uppmärksamhet vid patent när de värderade tillväxtföretag. Person C anser att patent är mycket intressanta ur ett värderingsperspektiv. Ifall den här typen av poster aktiverats till balansräkningen brukar de ofta nedskrivs i värderingen. Person C anser dock att man borde se noggrannare på den här typen av poster. För tillväxtföretag med omfattande patentportföljer gör han ofta en skild värdering av patentportföljen. En bra och omfattande patentportfölj gör att tillväxtföretaget kan ha högre marginaler. Patent ger tillväxtföretaget möjligheten att blockera konkurrenter från sin marknad genom att skydda den egna affärsverksamheten. Det här gör att tillväxtföretaget inte behöver pressa ned sina priser på grund av konkurrens. Enligt person C kan patent som är irrelevanta för den egna affärsverksamheten även bidra med värde. I sådana fall kan tillväxtföretaget licensiera ut användningsrättigheterna till sina patent och på så sätt få in extraordinära intäkter. Alla dessa faktorer tillsammans bidrar till en

helhetsvärdering av företagets patent som person C sedan tar med i själva företagsvärderingen från fall till fall.

Personerna A, D, E, H och I är inne på samma linje som person C när det kommer till licensering av patent. Person A anser att värdet av patent ligger i att man kan byta patent sinsemellan bolag. På så sätt kan tillväxtföretag få tillgång till teknologi de annars inte skulle kunna använda. Person E ser även värdet i att kunna sälja patent vidare. Dock kan detta vara svårt för patent eller varumärken som är starkt kopplade till det egna företaget, då dessa kan vara svåra att förflytta till ett annat företag. Person I ansåg att patent endast har värde ifall de kan licenseras eller säljas vidare åt andra företag. Patent i sig självt har enligt honom inget värde utan det är den affärsmodell den skyddar som är av värde. Patent blir då endast en ytterligare kostnad för att bedriva affärsverksamheten. Person D håller med om att patent kan anses generera värde för företaget om de kan säljas eller licenseras ut åt andra företag. Här beror det dock ibland på vem som värderar företaget. En produkt som tillväxtföretaget tillverkat för internt bruk kanske de inte anser ha något skilt värde för företaget. En utomstående värderare kan dock se värdet i detta patent och att det kan licenseras ut, varigenom patenten borde synas i värderingen.

Det finns även de som inte lägger stort fokus på patent vid värderingen av tillväxtföretag. Person A anser att en stor del av patent är värdelösa på grund av att man relativt lätt kan kringgå dem. Han lyfter dock fram att patent är viktigare i vissa branscher, till exempel i läkemedelsbranschen är patent mycket viktigare än i teknologibranschen. Person B anser att det är svårt att sätta ett marknadsvärde på patent då de är förknippade med osäkerhet. Ett patent som är värdefullt idag kan vara värdelöst inom tre år. Enligt personerna B och D kan man försöka värdera patent på basis av de utgifter som gått åt att utveckla företagets patent. Det här är dock inte enligt dem en rättvisande metod då utvecklingsprojekten kan leda till värdelösa patent. I sådana fall blir de resurser man använt till utvecklingen en sunk cost. Personerna F och G anser att värdering av patent inte är relevant för tillväxtföretag då de flesta inte har patent som är relevanta för affärsverksamheten. Enligt Person F övervärderas även patent ofta varför han förhåller sig skeptiskt till den typen av poster i tillväxtföretag.

Person A förhåller sig även kritiskt till andra immateriella tillgångar, däribland aktiverade utvecklingsutgifter. Enligt honom är det ytterst svårt att kunna bevisa att de kommer bidra med intäkter i framtiden. Speciellt unga företag brukar aktivera stora summor utvecklingsutgifter. Orsaken bakom aktiveringsbeslutet är ofta att försöka hålla företagets egna kapital positivt. Därför brukar person A nedskryva dessa poster i värderingsmodeller för att få en bättre bild av företagets lönsamhet. Det här påverkar företagets värde negativt genom att minska på rörelseresultatet vilket i sin tur minskar de fria kassaflödena. Person D ser aktiverade utvecklingsutgifter mer som skulder än tillgångar. Enligt honom skjuter man endast upp problem genom att aktivera FoU-utgifter. De är endast relevanta enligt honom i form av de avskrivningar man gör på dem under kommande år. Person E är inne på samma linje och brukar ofta utmana eventuella aktiverade utvecklingsutgifter. Enligt honom spelar dock aktiveringen av utvecklingsutgifter inte någon större skillnad då dessa utgifter ändå leder till kassaflöden. Han brukar inte öppna upp aktiveringsbesluten hos tillväxtföretag ytterligare då dessa redan granskats av en revisor. Person I brukar även kostnadsföra aktiverade utvecklingsutgifter för att på så sätt få en korrigerad EBITDA man sedan kan använda i värdering med multiplar.

Hur immateriella tillgångar behandlas i värderingsmodeller varierar från fall till fall. Intervjupersonerna hade även olika åsikter om hur eller huruvida immateriella tillgångar borde beaktas i värderingsmodeller. Person B anser att den teknologi som patent skyddar är det som bidrar med värde i tillväxtföretag. Det här syns som framtida intäkter i DCF-modellen. Trots det är det svårt att sätta en prislapp på patent och att motivera att ett patent borde öka ett företags värde med till exempel en miljon. Enligt person B kan man försöka se på listade bolags multiplar för att på så sätt försöka komma fram till referensvärden för patent. Man utgår då från ledningens estimat för de kassaflöden den immateriella tillgången kommer generera i framtiden och jämför dessa sedan med referensgruppen. Person C anser även att patentens värde kommer från de kassaflöden den kan generera. Som investerare analyserar man enligt honom alltid immateriella tillgångars förmåga att generera kassaflöden för att få en helhetsbild av företagets värde. I de officiella värderingar man visar åt tillväxtföretaget man investerar i kommer dessa dock inte alltid upp då man som investerare eller framtida

köpare inte är villig att betala för dem. Det här blir speciellt relevant ifall tillväxtföretaget inte identifierat värdet i sina immateriella tillgångar.

Person E ser värdet i patent i form av de kostnader man sparar in genom att äga patentet istället för att betala licensavgifter för det. Det här syns då i DCF-modeller som lägre kostnader. Enligt person D syns immateriella tillgångar i värderingsmodellernas riskfaktor. Ifall tillväxtföretaget är beroende av andra företags teknologi i sin egen affärsmodell ökar detta risknivån om tillväxtföretaget inte lyckas bidra med något unikt åt sina kunder. Om den slutliga produkten eller tjänsten är allt för lik den teknologi man köper in av leverantörer gör det att affärsmodellen lättare kan kopieras av andra. Det här ökar företagets risknivå då hela eller stora delar av tillväxtföretagets produkt eller tjänst eventuellt kan erbjudas billigare åt kunder av en annan aktör.

Det värde immateriella tillgångar bidrar med till företaget syns enligt person E i skillnaden mellan aktiernas substansvärde och företagets marknadsvärde. Ifall substansvärdet på tillväxtföretagets aktier är fem miljoner, men DCF-analysen ger ett värde på tio miljoner består skillnaden av immateriella tillgångar. Enligt person F kommer det här speciellt fram när tillväxtföretag blir köpta av större bolag som tillämpar IFRS, där man i enlighet med IFRS 3 ska dela upp ett eventuellt överpris på existerande tillgångar i företaget. Den del av överpriset som inte kan fördelas på existerande tillgångar ska bokas som goodwill. Goodwill posten kan då bestå av viktiga kundförhållanden eller kunskap inom tillväxtföretaget som inte aktiverats till balansräkningen. Dessa poster förväntas dock generera intäkter i framtiden. Person F lyfter alltså fram att värdering av immateriella tillgångar ofta får mer uppmärksamhet ifall köparen tillämpar IFRS då man senare i processen måste värdera dessa tillgångar när man upprättar förvärvskalkylen.

Immateriella tillgångar är alltså en svår post att värdera. Hur dessa tillgångar påverkar värderingen av tillväxtföretag verkar det inte finnas ett entydigt svar på. Utgående från intervjupersonernas svar kan man dock se skillnader på olika immateriella tillgångar. Patent verkar ha en mer positiv inverkan på tillväxtföretags värde. Det här gäller

speciellt för patent som kan licenseras ut åt andra företag. Det här syns sedan som framtida intäkter för tillväxtföretaget vilket har en värdeökande effekt. Aktiverade utvecklingsutgifter å andra sidan förhåller sig de flesta intervjupersoner sig skeptiskt till. Vilket i praktiken ofta leder till att dessa aktiveringar nedskrivs vid värderingstidpunkten.

5.4.3 Risk

Person D talade speciellt mycket om risk i sina svar. Han lyfte bland annat fram hur beroende av en kund eller beroende av andra företags immateriella rättigheter väsentligt ökade företagets risknivå. Person D utgår alltid från de nuvarande finansiella data för att komma fram till vad tillväxtföretaget kan åstadkomma. Osäkerheten med dessa antaganden syns sedan som investeringens risk, vilket även syns i tillväxtföretagets värdering. Person F lyfter fram två olika sätt hur denna risk kan beaktas i en DCF-modell. Dessa är genom scenarioanalys och i diskonteringsräntan. För multiplar måste risken beaktas på andra sätt, oftast i form av justeringar till listade bolags multiplar som används som bas. Flera av de intervjuade investerarna såg risk ur ett portföljperspektiv. De analyserade alltså inte risken på det enskilda portföljföretagets nivå utan såg på hur en investering i företaget påverkade hela fondens risk.

Scenarioanalys användes av flera intervjupersoner. Enligt person D utgår man från ledningens estimat som basscenariot. Till detta gör man justeringar, till exempel för högre operativa kostnader, brister i personalens kunnande och andra eventuella justeringar. Efter att man gått igenom dessa justeringar ser man på summan av dem. Är summan negativ justerar man estimaten neråt, är den å andra sidan positiva justerar man de uppåt. Utgående från dessa justeringar får man sedan sina olika scenarier. Enligt person D handlar det om att hitta ett medelscenario mellan högtillväxtscenariot och det värsta scenariot. Scenarioanalys är också enligt person D ett bra sätt att se hur ens DCF-modell reagerar till olika förändringar.

Person E använder sig även av scenarioanalys. Företaget han jobbar för har ett simuleringsprogram som kör olika sannolikhetsviktade scenarier för tillväxtföretag. Programmet liknar alltså på flera sätt en värdering med First Chicago-metoden. På så sätt får man flera olika referensvärden att utgå ifrån. Person E anser även att scenarioanalys hjälper att förstå sig på risken i att investera i tillväxtföretag. Genom att analysera olika scenarier kan man på ett enkelt sätt få in olika utfall för tillväxtföretagets strategi och värdering. På så sätt får man även in den skepsis som behövs till tillväxtföretags egna estimat. Person B är inne på samma linje och anser att man aldrig helt och hållet ska lita på ett utfall för tillväxtföretagets framtid. Hans scenarioanalys brukar även innehålla olika diskonteringsräntor för de olika scenarierna. Det här ger ytterligare fler variabler man som värderare kan ändra på för att kunna forma sig en bild av företagets värde. Person A utför alltid en scenarioanalys för tillväxtföretag. Det är dock inte den eller en värdering med multiplar som dikterar värdet för tillväxtföretaget eller investeringsbeslutet enligt honom. Han anser att om tillväxtföretagets alla scenarier inte kommer generera en positiv avkastning på fondens investering så går man inte vidare med investeringen. Om investeringen kommer leda till en positiv avkastning kan man enligt person A gå vidare till andra aspekter av tillväxtföretaget, bland annat intellektuellt kapital som är intressantare enligt honom.

När man tar upp tillväxtföretagets risk i olika scenarier måste man även se på restvärdet i dessa. Restvärdet utgör ofta en stor del av hela företagets värde i en DCF-modell och ska representera tillväxtföretagets värde i slutet av estimatperioden. Risken har en stor inverkan på restvärdet varför man enligt person D noggrant måste analysera antagandena bakom det. Person D gör även justeringar till restvärdet i de olika scenarierna för att få en mer realistisk bild av företagets värde vid olika utfall. Ifall man i ett scenario anser att företaget inte kommer uppnå sina tillväxtmål är det svårt att motivera hur det kommer att göra det efter estimatperioden.

Enligt person C borde alla risker som kan uppskattas synas på ett sätt eller annat i scenarier. Den risk man inte kan uppskatta borde beaktas i diskonteringsräntan. Person E utgår även från denna princip i sina DCF-värderingar. Person D håller med och anser

att man måste se på saken från fall till fall. Om man tror på tillväxtföretagets estimat behöver man inte justera dem lika mycket, utan kan istället ta upp osäkerheten i diskonteringsräntan. Å andra sidan om man inte tror på estimaten måste man justera dem och ha olika scenarier för att få in investeringens risk i modellen och värderingen.

När det kommer till diskonteringsräntan i DCF-modeller är WACC den populäraste metoden. Person B bygger upp diskonteringsräntan utgående från data från listade bolag inom samma bransch. Från de data får han information om kapitalstruktur och den branschspecifika risken för liknande bolag. Tanken här är att trots att tillväxtföretaget inte är listat så borde dess avkastningskrav ändå följa marknadens. Person B lyfter fram att nu när marknadsräntorna är högre borde det även synas i tillväxtföretagets diskonteringsränta. Person E utgår även från en WACC-baserad diskonteringsränta. Han brukar göra vissa justeringar till denna ränta för att få den att passa in bättre för tillväxtföretaget i fråga. Det är oftast frågan om justeringar till den företagsspecifika risken. Data som beta-värde, branschens skuldsättningsgrad och företagsspecifik risk tar person E ofta från olika databaser. Enligt honom är diskonteringsräntan den mest teoretiska aspekten av en DCF-modell varför man som värderare måste kunna motivera sina antaganden utgående från externa data. Utöver detta brukar person E även använda olika diskonteringsräntor för olika skeden av företagets livscykel. Om DCF-modellen innehåller år med olika tillväxttakt brukar han ha en högre diskonteringsränta för de år med starkare tillväxt. På så sätt får man enligt honom bättre in osäkerheten bakom tillväxten i modellen och värderingen. Diskonteringsräntorna för tillväxtföretag brukar enligt honom vara runt 20 procent, medan de kan vara mellan 10–14 procent för mer etablerade företag.

Person F är kritisk till att beakta tillväxtföretags risk i diskonteringsräntan. Enligt honom bygger värderare ofta upp en WACC-ränta och lägger sedan till en premie för den extra risk investering i tillväxtföretag innebär. Denna premie är ofta en småföretagspremie man får ur en databas. Han medger dock att han också själv använder sig av detta tillvägagångssätt då det är allmän praxis inom branschen. Person C brukar även lägga till olika premier till diskonteringsräntan. Enligt honom ska diskonteringsräntan avspegla avkastningskravet och risknivån på tillväxtföretaget man

värderar. Vissa tillväxtföretag har värderat har slagit fast en specifik diskonteringsränta de använder inom företaget, medan andra företag ber en investeringsbank räkna ut en diskonteringsränta. Sist och slutligen anser person C att det är ytterst svårt att komma fram till en exakt diskonteringsränta för tillväxtföretag.

Person D anser att diskonteringsräntan ofta baserar sig på värderarens subjektiva uppfattning om vad risknivån borde vara. Person A förhåller sig även kritiskt till diskonteringsräntor. De är något som måste finnas med i alla DCF-modeller, men det är ytterst svårt att komma fram till rätt diskonteringsränta. Tillväxtföretag brukar även ha relativt sett högre diskonteringsräntor än mer etablerade företag, upp till 20 eller 30 procent enligt person A. Det här är ett problem då företagets värde i form av fria kassaflöden till stor del diskonteras bort i DCF-modeller. Det här kan ge värderaren en felaktig bild av tillväxtföretagets värde. Det här är också enligt honom en bidragande orsak till att han inte fäster lika mycket fokus på värderingsmodeller när han värderar tillväxtföretag.

Risk syns även i värdering med multiplar. Enligt person F syns risken när man använder sig av listade bolags multiplar. Listade bolags aktievärden är redan riskjusterade varför de är ett bra utgångsläge för tillväxtföretagets multipelvärderna. Med multiplar kan man även se på tidigare transaktioner där tillväxtföretaget eller liknande företag värderats. Person B brukar göra en likviditetsjusteringar till tillväxtföretags multiplar om han utgår från listade bolags multiplar. Det här görs på grund av att tillväxtföretags aktier inte handlas på börsen, varför deras aktier inte kan anses vara lika likvida som listade bolags. Enligt person G syns risken inte direkt i multiplar. Risken påverkar dock multipelvärdering indirekt. Man måste jämföra sin värdering mot sannolikheten för att tillväxtföretaget inte kommer avkasta 15 gånger investeringen. Eventuellt måste man sänka sin värdering för att den ska vara i linje med det avkastningskrav man satt upp för portfolioföretag. Här syns portfoliosynvinkeln på risk som var typisk för de intervjuade investerarna.

För riskkapitalföretag som investerar i tillväxtföretag analyseras ofta risken ur en investeringsportföljsynvinkel. Det här innebär att man inte fokuserar så mycket på det enskilda företags risk i värderingen. Fokus ligger istället på att analysera hurudan risk tillväxtföretaget för till hela portföljen av företag och vad sannolikheten för avkastning är. Det här har en större inverkan på tillväxtföretagets värde än riskjusteringar i värderingsmodeller. Person A lyfter fram att hans fond endast investerar i tillväxtföretag de anser kan generera positiv avkastning för fonden. Deras scenarioanalyser innehåller aldrig ett scenario där företaget skulle gå i konkurs. Om det är motiverat att lägga till ett sådant scenario investerar fonden inte. För person A är inte lägre förväntad avkastning vid investeringstillfället ett problem. Det här leder ofta till en lägre värdering av tillväxtföretaget och hans fond får då en chans att förändra verksamheten i tillväxtföretaget så att när man säljer sin andel blir avkastningen högre än väntat.

Person G, H och I har ett litet annorlunda sätt att se på risk. Person G medger att alla företag de investerar i inte kommer att ge önskad avkastning i framtiden. Vissa går i konkurs och andra lever helt enkelt inte upp till förväntningarna man hade då man investerade. Fonden han jobbar för har ett förutbestämt avkastningskrav den måste kunna generera åt sina investerare. Då måste varje företag som läggs till portföljen ha potential att generera tillräckligt hög avkastning för att fylla avkastningskravet och även täcka de förluster man fått genom investeringar i andra portföljföretag. Det här måste man sedan beakta i sin värdering när man som riskkapitalfond investerar i tillväxtföretag. Person I är inne på samma linje, enligt honom syns även investerares likviditetspreferens i tillväxtföretag. Investeringar som snabbare kan konverteras till pengar värderas högre eftersom de anses ha mindre risk. Ett tillväxtföretag som under kortare tid kan uppnå fondens avkastningskrav värderas då högre. Det här beror på att investeringen görs över en kortare tidsperiod, vilket leder till mindre osäkerhet.

Person H håller med de tidigare påståendena och lyfter fram att desto tidigare man investerar i ett tillväxtföretag desto större är riskerna. Enligt honom utgår man ifrån att varje företag man investerar i kommer avkasta tio gånger investeringen. Flera av företagen går dock i konkurs vilket gör att de företag som klarar sig måste ha mycket

hög avkastning. Enligt person H är risken med investering i ett tidigt skede ganska binär. Antingen ger tillväxtföretaget en hög avkastning eller så förlorar man som investerare sina pengar. När man ser på risk ur portföljsynvinkeln förstärks ytterligare tanken om att avkastningen och värderingen av tillväxtföretaget ska avspegla den risk investering i företaget innebär.

Risk är alltså en väsentlig faktor när det kommer till värdering av tillväxtföretag. Högre risk minskar tillväxtföretagets värde, antingen genom att man justerar de fria kassaflödesestimaten för risk eller använder en högre diskonteringsränta. Alternativt om man använder sig av multiplar leder högre risk till att man måste justera marknadsmultiplar för att bättre avspegla tillväxtföretagets risk. Risken spelar även en stor roll när riskkapitalföretag värderar företag. Ifall sannolikheten för att företaget inte kommer generera förväntad avkastning måste man sänka dess värdering för att denna ska vara i linje med avkastningskravet.

5.5 Icke-finansiella faktorer

5.5.1 Affärsmodell och marknad

Analys av marknaden där företaget verkar är mycket viktigt för flera av de intervjuade personerna. Det här ligger ofta som grund för värderingen då man kan försöka estimerar den framtida omsättningen på basis av företagets framtida marknadsposition. Person A söker alltid efter tillväxtföretag som kommer bli framtida marknadsledare. Framtida köpare betalar ofta premier för den här typen av företag vilket leder till en högre avkastning för person A:s fond. Han prioriterar att tillväxtföretaget borde fokusera på en viss nisch i marknaden eftersom det är lättare att bli marknadsledare för en mindre nisch än för hela marknaden. Det här är även i linje med person A:s investeringsmål, dvs. att öka företagets värde till högre än vad dess finansiella data uppger. Det här uppnås endast genom att nischas på en viss marknad enligt person A.

Person B lyfter även fram vikten av marknadsanalyser för värderingen av tillväxtföretag. Konkurrensläget på marknaden är något han brukar fokusera på. Det här påverkar hur lätt eller svårt det är för ett nytt företaget att bryta sig in på marknaden. Ifall ett fåtal större aktörer dominerar marknaden blir det svårare för tillväxtföretag att få marknadsandelar. Person I fokuserar även på Konkurrensläget på marknaden då det kan sätta stopp för framtida expansion. Marknadens storlek påverkar även värderingen. Person B lyfter fram att om marknadens storlek är en miljard euro så skulle en tio procents marknadsandel betyda 100 miljoner euro i omsättning. Det här är redan en relativt hög omsättning för ett tillväxtföretag. Man ska alltså inte endast blint fokusera på marknadsandelar utan även se på marknadens storlek. Enligt person I borde man se kritiskt på ledningens estimat för framtida marknadsandelar. Ifall ledningen anser att tillväxtföretaget borde uppnå en 40 % marknadsandel på en mycket slutna marknad kan man som värderare bli tvungen att tona ner estimaten till viss mån för att de ska vara mer realistiska.

Konsulter med ekonomibakgrund kan dock ha det svårt att forma sig en bild av olika marknader på grund av brister i deras tekniska kunskaper om branschen i fråga. Enligt person B måste man här tala med experter för att på så sätt förstå hur bra tillväxtföretagets produkt kan klara sig på marknaden. Person G är inne på samma linje och lyfter även fram marknadens tillväxt som en faktor som dikterar hur tillväxtföretagets framtida omsättning kan bli. Enligt honom är tidigare försäljningsdata över företagets produkter mycket viktig att se på. De ger en bild av hur bra företaget lyckats förstå sig på marknaden och ifall ledningens estimat är pålitliga. Person I anser även att tidigare försäljningsdata är en viktig komponent när man försöker estimera tillväxtföretagets framtida marknadsposition. Ifall tillväxtföretag kan uppvisa goda försäljningssiffror under tidigare år är det lättare att lita på framtida estimat. Här måste man dock som värderare vara försiktig och inte övervärdera företagets potential baserat på ledningens estimat.

För att förstå sig på tillväxtföretaget och hur det genererar värde måste man förstå sig på dess affärsmodell. Person B och D anser det ytterst viktigt för en värderare att förstå

sig på företagets affärsmodell. Person D lyfter fram att företagets tillväxtplan ska vara så pass förståelig att en person utan teknisk kunskap om företagets produkt ska kunna förstå hur företaget kommer generera pengar. Person C håller med dessa påståenden. Han ser på vilka faktorer som ligger bakom tillväxten och hur kundavtalen ser ut är centrala delar i värderingen. Till exempel växer omsättningen som en funktion av utvecklingsutgifter eller som en funktion av personalkostnader är en central fråga värderaren måste finna svar på.

Längre avtal med kunder gör det lättare att värdera företaget då man redan har information om försäljningen längre fram i framtiden. Den här informationen får man ofta genom intervjuer med ledningen. Person F lyfter fram att man genom dessa intervjuer även får en inblick i företagets strategi och hur de planerar att utveckla affärsmodellen i framtiden. Person D ser på företagets strategi och affärsplan för att komma fram till vilka investeringar som eventuellt fattats ur dessa. Dessa investeringar läggs sedan till vilket har en negativ effekt på fria kassaflöden. Dessa investeringar krävs dock för att tillväxtföretaget ska uppnå sina mål. En viktig del av affärsmodellen är förståelse av företagets kunder. Person A ser på faktorer som hur ofta man fakturerar kunder medan Personerna B och G fokuserar på vad det kostar att få nya kunder och hur snabbt man förlorar kunder kontra får nya kunder.

Person H anser att förståelsen för varför kunder köper är den viktigaste delen när det kommer till marknadsanalyser. Enligt honom misslyckas tillväxtföretag eftersom de inte förstår varför deras kunder köper eller inte köper företagets produkt. Person D håller med, enligt honom är många företagare bra på den tekniska delen av tillväxtföretagets verksamhet. De lyckas dock inte alltid förvandla denna tekniska kunskap till en produkt eller tjänst kunder verkligen skulle betala för. Utöver det här ser personerna C, E och G på företagets kundgrupp. Har företaget en bred kundgrupp eller kommer största delen av omsättningen från en eller ett fåtal kunder. Det här kan påverka värderingen då det ökar riskerna för att förlora en stor del av omsättningen ifall en kund väljer att byta leverantör. Person E gör en liknande analys av tillväxtföretagets leverantörer. Om man är beroende av en eller ett fåtal leverantörer har man som kund inte lika stor möjlighet att förhandla om priser eller gynnsammare

leveransvillkor. Person C brukar inte göra en skild värdering av kundbasen utan anser att den redan syns som omsättning i resultatet och som eventuella periodiseringar och kassaflöde i balansen. Således uppmärksammas den redan i en DCF-modell.

Person D ser beroende av ett fåtal kunder som ett problem. Han anser dock att det här inte är ett värderingsproblem, utan ett problem med företagets affärsmodell. Beroende av en eller ett fåtal kunder kan även leda till problem för tillväxtföretaget då det ska försöka hitta ny finansiering. Person D ser å andra sidan beroende av några större kunder som en eventuell framgångsfaktor för ett tillväxtföretag. Eftersom man lyckats sälja till större företag kan detta fungera som ett bevis på att den produkt eller tjänst man försöker sälja är attraktiv.

De makrodata man får genom marknadsanalyser kan enligt person G även direkt påverka värderingen. Genom att se på branschspecifika multiplar för listade företag kan man forma sig en bild av ifall trenden är stigande eller sjunkande. Om listade bolags multiplar är 10x är det inte så trovärdigt att ett tillväxtföretag inom samma bransch värderas till ett multipelvärde på 30x. Person H anser att data om kunder och företagets förståelse för sina kunder kan ses i värderingen i ett tidigt skede. Enligt honom kan ett tillväxtföretag med en bra idé komma upp till en 0,5 miljoner euros värdering medan å andra sidan det redan ska finnas bevis på försäljning för att företaget ska komma upp i en 1,5 miljoner euros värdering. Skillnaden mellan de här två talen utgörs av hur bra tillväxtföretaget förstått sina kunder.

5.5.2 Intellektuellt kapital

Intellektuellt kapital är något som alla de intervjuade personerna anser att tillväxtföretag borde ha. Trots det hade personerna ofta svårt att svara på frågan hur intellektuellt kapital påverkade värderingen. Det här motiverades ofta med att intellektuellt kapital är mycket abstrakt som begrepp och svårt att mäta. Av den

orsaken är det heller inte lätt att jämföra skillnader mellan olika tillväxtföretag när de kommer till deras intellektuella kapital. De intervjuade personernas svar kretsade främst kring human- och relationskapital.

Person D anser att tillväxtföretags intellektuella kapital är en fundamental del av företagets värde. Enligt honom är den första frågan man ska fråga sig själv ifall man litat på personerna bakom företaget. Om detta krav fylls kan man räkna med färre överraskningar för företaget. Man kan dock aldrig bortse från oväntade händelser under tillväxtföretagens tillväxtfas, men mer erfarna personer kan förbereda sig bättre för dessa oväntade händelser. Det här gör i sin tur att de negativa effekterna minskar. Person C anser även att tillväxtföretagets grundares och lednings tidigare erfarenheter och kredibilitet är viktiga. Person A håller med och lyfter speciellt fram företagets innovation som den främsta framgångsfaktorn. Hans fond vill inte investera i företag som inte kan bli de bästa inom sin bransch i framtiden. Här anser han att innovationen är det som differentierar företag från dess konkurrenter.

Person A lyfter dock fram att personerna bakom företaget inte behöver ha perfekt kunskap om sin bransch för att han ska investera. Dock behöver de vara medvetna om luckor i personalens kunskap. Det ska alltså inte falla på värderare att säga åt tillväxtföretaget att de måste byta ut sin ekonomichef för att nå sina tillväxtmål. Det här är något tillväxtföretagets ledning borde inse själva. Person I och fonden han arbetar för tar detta ett steg längre. De utför ofta en s.k. *team due diligence*. Under denna process går en psykolog igenom tillväxtföretagets ledningsgrupps gruppdynamik och deras kunskapsområden och eventuell brister i dessa. På så sätt får person I en bild av hur stort tillväxtföretagets rekryteringskrav är i framtiden.

Rekryteringen är även något person A fäst uppmärksamhet vid. Enligt honom spelar ledningens karisma och förmåga att rekrytera nya kompetenta personer en stor roll för tillväxtföretagets värdering. Person B anser att humankapital är ännu abstraktare än teknologi. Han baserar sin tankegång på att det är lättare att bevisa att man kan gå in på en ny marknad tack vare en ny teknologi än om man har kompetent personal.

Skillnaden beror främst på att företaget ofta äger rättigheterna till sin teknologi, dock kan de inte äga sin personal. Till exempel för att växa är företaget mycket beroende av vissa nyckelpersoners kunskap, dessa personer kan dock välja att lämna bolaget när som helst. Alternativt måste företaget rekrytera 40 nya personer för att uppnå sina tillväxtnål. Det finns dock inget som garanterar att företaget lyckas rekrytera tillräckligt kompetenta personer. Å andra sidan om tillväxten är starkt beroende av en viss teknologi som företaget äger är det lättare att kontrollera tillväxtprocessen, då man har kontroll över den viktigaste faktorn bakom tillväxten.

Person E studerar även tillväxtföretags rekryteringsprocess. Han anser att man får största delen av informationen om tillväxtföretagets kunskapsområden genom intervjuer med ledningen. Här får man även viktigt information om eventuella problem vid rekryteringen. I vissa fall måste ny personal rekryteras från andra länder. Då kan det uppstå problem med språk och företagskultur. Företagskulturen och grundarnas attityder är även viktiga för person A. Enligt honom är en inkluderande företagskultur en bidragande orsak till att tillväxtföretag uppnår framgång. I tillväxtföretag bidrar en fungerande arbetsfördelning till högre värderingar. Det värsta scenariot enligt honom är att alla beslut måste gå igenom en person.

Person A säger rakt ut att han inte arbetar med arroganta personer. Enligt honom leder detta endast till problem i framtiden, trots att företagets produkt skulle vara mycket bra. Enligt hans tidigare erfarenheter inom riskkapitalbranschen har den här typen av grundare även svårare att samla in finansiering åt sina tillväxtföretag. För person G är företagskulturen även viktig. Han brukar söka information om företaget på olika tjänster som Glassdoor för att forma sig en bild av vad nuvarande och tidigare anställda anser om företaget. Han ser även här på personalens omsättningshastighet.

Tillväxtföretags relationskapital är även en viktig del av dess intellektuella kapital. Enligt person E kan goda förhållanden till finansörer och leverantörer hjälpa tillväxtföretag uppnå sina tillväxtnål. Goda relationer till finansörer gör att det blir lättare att få finansiering för framtida projekt. En bra relation med leverantörer är enligt

person E speciellt viktig. Om tillväxtföretagets försäljning minskar temporärt kan man minska på utgifterna genom att minska på inköpen från leverantörer. Ifall tillväxtföretaget har en god relation till sina leverantörer är det lättare att förhandla sig fram till ett avbrott i leveranser. Person C anser att relationskapital blir allt viktigare ju mer digitaliserat samhället blir. Enligt honom behövs det inte längre lika mycket kapital för att starta och bedriva ett företag. Tillväxtföretag blir istället framgångsrika tack vare de partnerskap de lyckas bygga upp och dra nytta av i sin affärsverksamhet. Han lyfter även fram förhandlingsförmåga som en central aspekt bakom framgångsrika tillväxtföretag.

Företagets relationskapital syns även när de försöker få nya kunder. Genom att ha bra kontakter inom branschen och på marknaden kan tillväxtföretaget lättare hitta nya kunder enligt person H. Person D är dock kritisk till detta påstående. Han anser att bra kontakter och nätverk inom branschen är en fördel för tillväxtföretaget. Han skulle dock inte basera hela värderingen på detta. Om de försäljningsestimaten tillväxtföretaget ställt upp till stor del är beroende av de goda kontakter dess grundare har inom branschen ser person D mycket på kritiskt på dem. Enligt honom är relationskapitalet mer av en meritlista för tillväxtföretagets grundare, men på inget sätt en garanti för man kommer uppnå framtida tillväxt.

Intellektuellt kapital är en viktig del av företagets värde enligt nästan alla intervjupersoner. Det är dock svårt att få det att synas i värderingsmodeller. Person B anser att företagets humankapital är det första man granskar. Om det inte är på önskad nivå så går man inte vidare med investeringsprocessen. Person D håller med person B. De flesta av intervjupersonerna ser att ett starkt intellektuellt kapital ökar det förtroende man har för tillväxtföretaget och dess estimat. Enligt person B är intellektuellt kapital en möjliggörare för företaget och dess värde borde synas i de framtida estimaten i en DCF-modell. Det här sker oftast genom att värderaren gör färre korrigeringar till ledningens estimat. Enligt person B syns företagets intellektuella kapital bättre i värderingen av listade bolag. Om ett börsbolag har en känd VD brukar marknaden, enligt person B, öka sina värderingar av företagets aktie. När det kommer till tillväxtföretag är ledningen ofta mer okänd för värderare varför man inte litar helt

fullt ut på dem. Person B ger här ett exempel från ett tillväxtföretag han nyligen värderat. Företagets ledning var bekant för honom från tidigare, han var alltså medveten om vad de kunde göra. Till följd av detta drog han inte ner ledningens estimat lika mycket som han kanske skulle ha gjort ifall ledningen varit okänd för honom.

Personerna D, E, F och I håller med person B om att ett starkt intellektuellt kapital ger mer förtroende för de estimat tillväxtföretaget gjort upp för framtiden. Person D lyfter fram att intellektuellt kapital inte syns som en skild rad i en värderingsmodell. Det är något man som värderare skapar sig en subjektiv förståelse för och utgående från det måste man bestämma sig för hur väl man kan lita på tillväxtföretagets estimat. Person B instämmer, han anser också att en stor del av utvärderingen av det intellektuella kapitalet görs på basis av magkänsla och tidigare erfarenhet. Det är alltså mycket svårt att få in värdet av det intellektuella kapitalet i värderingsmodeller som en skild komponent. Enligt person I beror det här på att intellektuellt kapital är svårt att kvantifiera. Person F anser att det är svårt att jämföra två tillväxtföretag på basen av deras intellektuella kapital. Enligt honom kan det bli mycket svårt att motivera varför två till siffrorna likadana företag skulle ha olika värde på basis av deras intellektuella kapital. Person B lyfter fram att intellektuellt kapital kan påverka värderingen om man använder sig av värdering med multiplar. Ett starkt intellektuellt kapital kan motivera värderaren till att använda högre multiplar för företaget eftersom man har större tillit för att företaget kommer uppnå sina mål.

Person G anser att tillväxtföretagets intellektuella kapital ibland syns i den slutliga värderingen. Om ett tillväxtföretag kommit fram till en högre värderingen än venture capital-företaget kan man som investerare acceptera denna värdering om man känner att man kan lita på företagets ledning. Person D lyfter å andra sidan fram att om det finns brister i det intellektuella kapitalet måste man göra större justeringar till estimaten vilket påverkar värderingen negativt. Ofta visar det här sig i form av längre tidsperiod före tillväxtföretaget blir lönsamt eller genom att större investeringar behövs för att uppnå tillväxtmålen. Person I instämmer och lyfter fram rekryteringsutgifter som ett exempel på framtida investeringar som måste tas med i

modeller. Person D anser även att det intellektuella kapitalet är en viktig komponent i företagets riskutvärdering.

Trots att det är svårt att få in det intellektuella kapitalet i värderingsmodeller är det ändå en mycket viktig faktor för flera av de intervjuade personerna. Person A och H säger att de investerar i människor. Enligt person A är ledningens tidigare erfarenheter, kunskapsnivå och innovation de viktigaste komponenterna bakom investeringsbeslut och värdering. Enligt person H fångar det intellektuella kapitalet upp tillväxtföretagets potential. Det blir då av stor vikt för värderingen av tillväxtföretaget, då denna långt bygger på framtida förväntningar. Person H lyfter även fram att erfarna företagare som lyckats driva framgångsrika tillväxtföretag tidigare ofta ökar tillväxtföretagets värde. Enligt honom är det intellektuella kapitalet en större andel av företagets värde desto yngre företaget är. När tillväxtföretaget blir mer etablerat och i takt med att det uppnår sitt potential syns det intellektuella kapitalets effekt i företagets finansiella data.

Person G håller med de tidigare påståendena. Han anser att man måste kunna lita på tillväxtföretagets grundare och ledning. Enligt honom påverkar en erfaren grundare företagets värde positivt. Person C och E instämmer. Enligt person E kan en liten, men motiverad grupp personer åstadkomma stora saker. Person C anser att personerna bakom tillväxtföretaget är viktigare än dess finansiella data. Han prioriterar att olika typer av intellektuellt kapital är av olika vikt i olika branscher. I vissa branscher är teknisk kunskap mycket viktigt, medan i andra måste man kunna bygga nätverk och relationer till andra aktörer på marknaden. Person I skulle heller aldrig investera i ett tillväxtföretag helt på basis av dess finansiella data. För honom spelar tillväxtföretagets personer även en stor roll när man utför en värdering. Person F avviker dock till en viss del från majoriteten av intervjupersonerna. Enligt honom är det de finansiella nyckeltalen som styr värderingen och han brukar därför inte sätta stort fokus på det intellektuella kapitalet. Enligt honom borde ett starkt intellektuellt kapital synas i företagets siffror, varför han inte lägger mycket fokus på att värdera det skilt.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att tillväxtföretags intellektuella kapital är en viktig del av dess värde. Det är dock svårt att kvantifiera och bevisa dess inverkan i värderingsmodeller. Det här leder till att värdering av intellektuellt kapital långt baserar sig på värderarens tidigare erfarenheter. Intellektuellt kapital syns främst i form av tillit till tillväxtföretagets ledning. Ifall man som värderare lutar på företagets ledning väljer man ofta att inte utmana och justera deras estimat för framtiden. Det här har en direkt inverkan på företagets värde då det är de framtida estimaten och antaganden som ligger som grund för företagets värde.

5.6 Värderingsfallet – värderingen av it-företaget

5.6.1 Beskrivning av it-företaget

I detta kapitel kommer resultaten av innehållsanalysen att redogöras för. It-företagets huvudsakliga affärsmodell går ut på att implementera systemlösningar och sensorer för data-analytik hos sina kunder. Företagets försäljning består således av både produktförsäljning och av inkomster från licensiering av företagets teknologi. Under 2022 bestod största delen av försäljningen av produktförsäljning, men SaaS-sidan förväntas växa kraftigt under kommande år och därmed bli en större andel av it-företagets omsättning. Målet är att företaget under kommande år ska flytta över till en DaaS-modell (Device as a Service). Detta innebär att även produktförsäljningen skulle ske i form av en prenumerationstjänst.

It-företaget är i ett kraftigt tillväxtskede och försöker expandera till nya marknader utomlands för att kunna öka sin omsättning. Det har redan flera större kunder, vilket ger bevis på att företagets produkter och tjänster är eftertraktade på marknaden. Under det senaste året har företagets netto ARR varit positiv vilket visar på att de lyckats hitta nya kunder såväl som öka sin försäljning åt existerande kunder snabbare än de tappat kunder. För att denna utveckling ska kunna fortsätta har it-företaget även valt att satsa hårt på intern FoU. It-företagets ledning består av erfarna företagsledare med

erfarenhet inom it- och mobiltelefonbranschen. Styrelseposterna upptas även av personer med företasledningsbakgrund samt av representanter för it-företagets investerare.

Enligt företagets långsiktiga strategi för de kommande fem åren förväntas omsättningen växa med mellan 35–45 procent årligen. Tillväxten drivs främst av försäljning av mjukvarurelaterade tjänster. Produktförsäljningen, som för tillfället står för en stor del av omsättningen, förväntas även utgöra en stor del i framtiden, enligt ledningens estimat. Liksom flera andra tillväxtföretag är it-företagets resultat negativa till följd av den hårda tillväxten. Mot slutet av estimatperioden förväntas dock EBITDA bli positiv såväl som företagets fria kassaflöden. Det här beror till största del på att företaget lyckas förverkliga stordriftsfördelar och att SaaS och DaaS blir en större del av verksamheten. På kostnadssidan utgör personalkostnader den största kostnadsgruppen. Personalkostnaderna förväntas växa i takt med omsättningen vilket är typiskt för tjänstebolag. Eftersom it-företaget är beroende av nya teknologiska innovationer och produktutveckling måste de kunna rekrytera rätt personer för att kunna uppnå sina tillväxtnål. Det här är en av de bidragande orsakerna till att personalkostnaderna även i framtiden kommer växa i takt med omsättningen och förbli på en hög nivå.

Aktiva sidan av it-företagets balansräkning består till största del av kundfordringar och immateriella tillgångar. It-företaget har under de senaste åren aktiverat utvecklingsutgifter till balansräkningen. Dessa härstammar från utgifter för företagets framtida produkter och förväntas således generera intäkter i framtiden. Goodwill tar även upp en stor del av de immateriella tillgångarna. Denna post härstammar från ett förvärv företaget gjort några år tidigare. I och med förvärvet anskaffade it-företaget en ny produktlinje fokuserat på data-analytik för kontor. Goodwill avskrivs över en period på tio år. It-företagets kundfordringar är relativt stora i jämförelse med hela balansomslutningen. Det här har att göra med att företaget har flera stora kunder som kunnat förhandla sig fram till långa betalningstider. På passiva sidan utgör leverantörsskulder en väsentlig post. Leverantörsskulderna förfaller i snitt snabbare än kundfordringarna, dock är skillnaden inte allt för stor. It-företaget har finansiering

både i form av eget och främmande kapital. Det egna kapitalet består av inbetalningar till fonden för fritt inbetalt eget kapital, som fåtts under tidigare finansieringsrundor. It-företagets främmande kapital består av ett konvertibelt kapitallån, banklån samt lån för finansiering av produktutveckling. Alla de långfristiga lånen förfaller till betalning inom kommande två till tre år.

Företaget har identifierat vissa risker i sin budget för 2023. Företaget har klassat dessa risker enligt hur sannolika de är och vilken effekt de kommer ha på EBITDA. Dessa risker kan ytterligare bli indelade i företagsspecifika risker och branschspecifika risker. De riskerna med högst sannolikhet och med största effekt på EBITDA har att göra med problem med att leverera de projekt man lovat åt två nyckelkunder. Ifall dessa risker realiserats förväntas de ha en stor negativ effekt på företagets EBITDA och affärsverksamhet. Övriga företagsspecifika risker har att göra med beroende av vissa större kunder och mindre leverantörer. Ifall dessa kunder skulle bestämma sig för att inte förnya sina kontrakt skulle detta ha en medelstor effekt på it-företagets EBITDA enligt it-företagets egen riskskala. Utöver detta är it-företaget beroende av vissa nyckelpersoner för att uppnå sina tillväxtmål. Enligt deras egen riskskala är sannolikheten för att denna risk ska realiserats relativt låg medan effekterna på EBITDA är relativt höga. It-företaget har identifierat två huvudsakliga branschspecifika risker. Dessa är problem att rekrytera rätt personer och att kostnaderna ökar snabbare än it-företaget kan höja sina egna priser till följd av den ökande inflationen. Båda dessa branschspecifika risker har en medelstor effekt på EBITDA men relativt hög sannolikhet för att realiserats.

5.6.2 Värdering av it-företaget

It-företaget värderades med en kombination av en DCF-modell och med EV/ARR och EV/Sales multiplar. DCF-modellen byggde på en långsiktig finansiell modell baserat på ledningens estimat för framtiden. Multipelvärderingen byggde på referensvärden från två företag inom samma bransch. Dessa företag är listade, varför man gjorde ett

20 procent likviditetsavdrag. Meningen med avdraget är att reflektera att it-företagets aktier inte är lika likvida som ett listat bolags. Målet med de två olika värderingsmetoderna är att öka värderingens reliabilitet. Man använder sig nu av tre olika referenspunkter; DCF-modellen, marknadsmultiplar och ledningens estimat. Utgångsläget för värderingen var ledningens estimat för företagets värde. Utgående från detta byggdes sedan en DCF-modell som skulle stöda deras värdering. Efter det användes även marknadsmultiplar för att kunna bevisa värderingen med externa källor.

It-företagets finansiella data fungerade som grunden för värderingen både i DCF-modellen och för multiplarna. Möjliggöraren för omsättningen ligger dock i affärsmodellen, immateriella tillgångar och it-företagets intellektuella kapital. De finansiella rapporternas roll är att fånga upp de inkomster och utgifter dessa möjliggörare bidrar med i form av bland annat omsättning, personalkostnader och investeringar i FoU. Det här syns sedan i de fria kassaflöden företaget kan generera. De ovannämnda faktorerna syntes alltså inte som en skild rad i it-företagets värderingsmodell. Trots det anses de som en viktig del av företagets värde. Eftersom it-företagets affärsmodell byggde på SaaS och långa kundavtal underlättade detta estimeringen av den framtida omsättningen. Eftersom personalkostnader och flera andra kostnadsgrupper växer i samma takt som omsättningen gör detta det även lättare att estimerar framtida kassaflöden i DCF-modellen. SaaS-affärsmodellen är populär bland företag idag, vilket gör att det finns en hel del data att utgå ifrån. På så sätt kunde it-företagets värderare lättare jämföra sin värdering med andra liknande företag. Här är det ofta ARR som används som nyckeltal för värdet. Affärsmodellen påverkade alltså inte it-företagets värde direkt utan underlättade i vissa fall värderingsprocessen.

It-företagets humankapital och dess patent ansågs som viktiga möjliggörare för företagets tillväxt. I och med att en stor del av företagets omsättning kommer från licensiering av dess teknologi blir det viktigt för företagets riskhantering att de själva äger denna teknologi. Värdet av dessa patent syntes inte skilt i värderingen. De ökade dock tilliten för ledningens estimat då man visste att man själv hade kontroll över sin teknologi och kunde därmed trygga framtida omsättning som härstammade från denna. För att teknologin ska fylla kundernas krav måste den utvecklas konstant. Därför

behövs det investeringar i FoU och kunnig personal. Dessa syns i värderingsmodeller som framtida utgifter och minskar således framtida kassaflöden. Investeringarna kommer att bidra med inkomster då de fungerar som möjliggörare för den framtida omsättningen. Företagets ledning är mycket erfaren inom branschen. Det här påverkade även värderingen positivt då det ökade investerarnas tillit för att it-företaget kommer kunna uppnå sina tillväxtmål.

It-företagets värdering byggde till stor del på olika risker och hur dessa påverkade företagets värde. Största delen av riskerna togs upp i estimaten för DCF-modellen i form av olika scenarier och inte i diskonteringsräntan. De största osäkerhetsfaktorerna hade att göra med olika marknads- och ränterisker, bland annat den allmänna ökningen av räntor och osäkerhet angående prisökningar för komponenter. En stor riskfaktor är även att it-företaget inte lyckas generera positiva fria kassaflöden förrän under de två sista estimatåren. It-företagets värde bygger då långt på dessa två års fria kassaflöden och restvärdet som läggs till i slutet av estimatperioden. Ur en investerares synvinkel ökar detta risknivån, då sannolikheten för avkastning minskar. Det här är något som beaktats i DCF-modellen genom att de fria kassaflödena växte i en långsammare takt än om risken skulle ha varit lägre. Rekryteringsrisken har även nämnts tidigare. It-företaget håller på att expandera utomlands och måste då hitta rätt personer för att driva verksamheten. Om man anställer personer som inte klarar av jobbet kan det ha en negativ effekt på företagets värde då de förväntade projekten inte realiserar. Den här typen av risk är dock mycket svår att kvantifiera och därför svår att föra in i värderingsmodeller. Trots det måste den ändå beaktas i estimaten.

Sammanfattningsvis kan man alltså konstatera att de viktigaste faktorerna bakom it-företagets värdering var dess affärsmodell, immateriella tillgångar, humankapital och de risker som förknippas med dessa faktorer. It-företagets finansiella data var inte den viktigaste drivaren bakom värderingen, utan dess roll var att reflektera hur de andra faktorerna bidrog med värde åt företaget. På så sätt fungerade de finansiella data som en grund för de använda värderingsmodellerna. Riskerna som identifierats togs upp i estimaten som osäkerhetsfaktorer, och hade en negativ inverkan på företagets värde. Värderingen fokuserade alltså mer på icke-finansiella data som möjliggörare för

tillväxten än på historiska finansiella data. Det här är typiskt för tillväxtföretag, eftersom existerande finansiella data ofta inte säger allt om den framtida potential som finns inom företag, medan icke-finansiella data bättre fångar upp denna del av företagets värde.

6 Analys och diskussion

I denna del av avhandlingen kommer studiens empiri att analyseras med bakgrund i den valda teorin för att komma fram till studiens resultat.

6.1 Påverkan av finansiella och icke-finansiella data på värderingsmodeller

En stor del av intervjufrågorna fokuserade på ifall finansiella eller icke-finansiella data är viktigare för värdering av tillväxtföretag. De flesta intervjupersonerna ansåg att båda typerna av data är viktiga för värderingen, vilket är i linje med Sievers m.fl. (2013) studie. Finansiella data var dock grunden för värderingen, speciellt för konsulterna, som ofta utgick från DCF-modellen när de värderade tillväxtföretag. Värderingsmodellen bygger starkt på finansiella data, varför det är logiskt att dessa är i centrum för värderingen. Hands (2005) synsätt på icke-finansiella och finansiella data understöddes främst av person A och G då de ansåg att icke-finansiella data var viktigare eftersom dessa fångar upp företagets potential. Det här var även något som kom fram i innehållsanalysen av it-företaget. Här ansågs de icke-finansiella data fungera som möjliggörare för tillväxtföretagets tillväxt. Man behövde dock de finansiella data för att kunna föra in den förväntade tillväxten i värderingsmodeller. Det här synsättet understöds även av Hand (2005). Enligt honom blir finansiella data viktigare ju mer etablerat tillväxtföretaget blir, då dess potential syns i företagets siffror. I ett tidigt skede av tillväxtföretagets livscykel, finns det oftast inte tillräckligt med finansiella data att utgå ifrån, varför man måste förlita sig på de icke-finansiella data. Det här var även något person H lyfte fram, vilket beror på att fonden han arbetar för investerar i ett mycket tidigt skede.

Finansiella data är alltså en viktig del av värderingen av tillväxtföretag och ifall tillväxtföretagets finansiella data är på en god nivå kan detta ha en positiv effekt på värderingen. Trots det är de finansiella data inte det som styr värderingen. Det här kom

fram såväl i värderingsfallet som i intervjupersonernas svar. Speciellt person A lyfte fram detta väl, enligt honom är finansiella data viktiga men de styr aldrig värderingen. Han fokuserar istället på icke-finansiella data, vilka är ett bättre mått på framtida potential hos tillväxtföretaget. Övriga investerare ansåg även att detta var fallet, vilket kan förklarats med att de investerar i företaget under en längre tid och hoppas få avkastning på sin investering, medan konsulterna utför en värdering på uppdrag av sin kund. Fokus är då mer på företagets nuläge. Det synsätt Sievers m.fl. (2013) har angående vikten av finansiella och icke-finansiella data som komplement till varandra verkar alltså även få understöd av professionella personer inom branschen.

6.2 Påverkan av finansiella faktorer på värderingsmodeller

6.2.1 Finansiella data och nyckeltal

Finansiella nyckeltal var viktiga för flera av intervjupersonerna. Speciellt omsättningens tillväxttakt och vad omsättningen består av. Omsättningen var även ofta en av drivarna i värderingsmodeller både enligt de intervjupersoner som använde multiplar och de som använde sig av DCF. Speciellt i en DCF var omsättningen viktig då den ofta fungerade som drivare för tillväxtföretagets kostnader. Det här tankesättet är i linje med top-down-metoden Puca (2020) lyfter fram. När det kommer till lönsamhetsnyckeltal var bruttomarginalen den klart viktigaste för nästan alla intervjupersoner. Det här kan förklarats utgående från att tillväxtföretag ofta är relativt unga företag med nya produkter. Då är det viktigast att tillväxtföretaget lyckats tillverka en bra produkt eller tjänst som kan säljas med vinst. Antagandet för många investerare är att tillväxtföretag kommer nå lönsamhet först senare i framtiden. Det blir dock ytterst svårt att uppnå lönsamhet om inte företagets bruttomarginal är på en god nivå. Om inte ens detta är möjligt finns det inte en stor sannolikhet för att tillväxtföretaget någonsin kommer bli lönsamt.

Intervjupersonerna gjorde även djupare analyser av övriga operativa kostnader, främst för att se hur de reagerade när omsättningen ökade. Övriga operativa kostnader ansågs inte direkt påverka värderingen, utan ansågs mer som nödvändiga utgifter för att uppnå tillväxt. Detta synsätt understöds av Hand (2005) och Sievers m.fl. (2013). Armstrong m.fl. (2006) motsätter sig dock detta synsätt och ser övriga rörelsekostnader som värdeökande hos tillväxtföretag då de bidrar till framtida tillväxt. Enligt person H kunde dock tillväxtföretagets kostnader påverka värderingen indirekt genom att diktera behovet av ny finansiering under en finansieringsrunda.

När man ser på balansräkningen är likvida medel och rörelsekapital de viktigaste posterna. Detta understöddes av såväl intervjupersonerna som Armstrong m.fl. (2006), Hand (2005) och Sievers m.fl. (2013). De intervjupersoner som använde sig av DCF-metoden förklarade detta med att värderingen då bygger på framtida kassaflöden. Tillväxtföretagets rörelsekapital fungerar då som en bra indikator på hur väl tillväxtföretaget kan konvertera sina fordringar till kassaflöden. En större mängd likvida medel ger även tillväxtföretaget mer tid att utveckla sin verksamhet före det tvingas hitta ny finansiering, något som Sievers m.fl. (2013) även tog upp.

6.2.2 Immateriella tillgångar

Intervjupersonerna behandlade främst patent och aktiverade utvecklingsutgifter då de blev frågade om immateriella tillgångars värdering i företagsvärderingsmodeller. Det här skilde sig till viss mån från den tidigare forskningen som även fokuserade på marknadsföringsutgifter och utgifter för personal. Skillnaden beror högst sannolikt på att den tidigare forskningen utförts ur en internationell synvinkel där en större andel utgifter kan klassas som immateriella tillgångar. Trots detta fanns det ändå vissa likheter mellan intervjupersonernas svar och den tidigare forskningen. I den tidigare forskningen lyfte flera källor fram att patent ökar tillväxtföretagets värde (Stros & Říha, 2020; Greenberg, 2013; Hoenen m.fl., 2014). Enligt dem bidrar högklassiga patent med värde genom att skydda den underliggande teknologin från konkurrenter.

Utöver detta minskar patent på informationsasymmetrin mellan tillväxtföretaget och dess investerare. Det här gör det lättare för tillväxtföretaget att få ny finansiering.

En del av intervjupersonerna höll med Greenberg (2013), Hoenen m.fl. (2014) samt Stros och Řiha (2020) om att värdet av patent ligger i den teknologi eller verksamhet den skyddar. Ur den här synvinkeln skulle alltså inte patent som sig självt bidra med värde utan fungerar mer som ett skydd för det som verkligen generar värde för företaget, nämligen dess verksamhet och den bakomliggande teknologin. Person I lyfte klart fram detta i sina intervjusvar. Enligt honom är patent endast en kostnad för att bedriva verksamheten, och de bidrar således inte själva med något värde. Det här var även fallet vid värderingen av it-företaget. Företaget hade flera patent och varumärken. Dessa värderades dock inte skilt utan man såg dem som möjliggörare för verksamheten. Att it-företaget själv ägde rättigheterna till en stor del av sin teknologi sänkte även dess risknivå. På så sätt påverkade it-företagets patent dessa värde positivt.

Det fanns dock avvikande synvinklar från de ovannämnda påståendena om patent. Enligt person C kan patent värderas skilt utifrån de kassaflöden de kan generera om man skulle licensiera ut den underliggande teknologin. Det här understöds även av flera andra intervjupersoner. På så sätt skulle licenseringsintäkterna kunna föras in i en DCF som extraordinära intäkter. Detta skulle i sin tur öka de fria kassaflödena. När det kommer till multiplar kan patent vara svårare att uppmärksamma, om man inte gör justeringar till lönsamhetsmått för de förväntade intäkterna från licensiering. Patent kunde även enligt Stros och Řiha (2020) samt enligt vissa av intervjupersonerna bidra med värde i form av de kostnader man sparar genom att äga teknologin själv istället för att tvingas köpa den utifrån. Det här har då en indirekt positiv påverkan på företagets värdering i en DCF-modell. Vissa intervjupersoner ansåg dock att patent ofta är värdelösa eller så analyserar de inte dem djupare. Det här är enligt person A en följd av att man idag relativt lätt kan kringgå patent, varför deras värde, både som skydd för verksamheten och som möjliga framtida kassaflöden kan ifrågasättas.

Intervjupersonerna diskuterade även aktiverade utvecklingsutgifter. Här avviker empirin starkt från den tidigare forskningen. Medan Lantz m.fl. (2013) förespråkade att man aktiverar FoU-utgifter i värderingsmodeller för att bättre visa det värde dessa bidrar med, talade alla intervjupersonerna emot detta tillvägagångssätt. Många av dem nedskrev aktiverade utvecklingsutgifter direkt medan andra inte ansåg denna tillgångstyp bidra med värde. Den största orsaken till detta har att göra med finsk bokföringslagstiftning och skyldigheten att göra en anmälan ifall företagets aktiekapital blir negativt (ABL 624/2006 20:23). För att undvika detta brukar tillväxtföretag ofta aktivera utvecklingsutgifter till balansen för att på så sätt öka sitt resultat. Därmed kan aktiveringen ge en felaktig bild av företagets egentliga lönsamhet, varför flera av intervjupersonerna förhöll sig skeptiskt till dessa.

Tidigare forskning av Seo och Kim (2020), Banker m.fl. (2019) samt Amir m.fl. (2003) visar att FoU utgifter bidrar med värde åt tillväxtföretag. Att nedskrivna aktiveringarna skulle då minska på de lönsamhetsmått som används i multiplar. Person E lyfter fram att aktivering av utvecklingsutgifter inte spelar en så stor roll i en DCF-modell. Utgifterna för dessa syns ändå som negativa kassaflöden i modellen. När det kommer till multiplar kan man eventuellt se på liknanden företag och deras satsningar på FoU och använda detta i nämnaren för att komma fram till tillväxtföretagets värde. Dock förhåller sig person B kritiskt till detta då man inte kan garantera att satsningar på FoU kommer leda till en teknologi företaget kommer ha nytta av.

Värdet av immateriella tillgångar är alltså svårt att beakta i värderingsmodeller. Patent anses öka på tillväxtföretagets värde, men trots det är det svårt att direkt föra in det i värderingsmodeller. Om företagets patent hänför sig till kärnverksamheten fungerar det främst som skydd för denna. Här förstärks ytterligare tanken om att det är företagets verksamhet som genererar värde. Immateriella tillgångar fungerar endast som möjliggörare för denna verksamhet och genererar inte värde i sig själva. Avvikande från detta synsätt är patent som kan licensieras ut för att bringa in ytterligare kassaflöden till tillväxtföretaget. Om detta är fallet kan man relativt lätt ta med patent i värderingsmodeller. FoU-utgifter är ytterligare ett bra exempel på hur immateriella tillgångar fungerar som möjliggörare för tillväxtföretaget. Genom att investera i ny

teknologi kan man öka tillväxtföretagets värde genom att nå nya marknader för att på så sätt öka företagets omsättning och resultat.

6.2.3 Risk

Risk är en av de mest centrala faktorerna när man värderar tillväxtföretag. Empirin och den tidigare forskningen höll på flera plan med varandra angående hur man borde beakta tillväxtföretagets risk i värderingsmodeller. De största skillnaderna kom dock från investerarnas svar. De hade ett avvikande sätt att se på risk jämfört med den tidigare forskningen. Deras sätt fokuserade mer på riskkapitalfondens totala risk och inte på det enskilda tillväxtföretagets risk.

Diskonteringsräntan var något som ofta kom fram under intervjuerna, men främst i konsulternas svar. Enligt dem var diskonteringsräntan ofta WACC-baserad med vissa justeringar för den företagsspecifika risken. Det här berodde på att man måste kunna motivera sina beslut åt utomstående och då är det lättast att använda sig av beprövade metoder. Det här är i linje med Allee m.fl. (2020) och Cooper m.fl. (2021) åsikter om diskonteringsränta och liknar den build-up-metod de förespråkar. Person E använde sig även av olika diskonteringsräntor för olika tillväxtskeden, vilket är något Saha och Malkiel (2012) samt Grajkowska (2011) även lyfte fram i sina artiklar. Den företagsspecifika risken spelar alltså en stor roll för värderingen av tillväxtföretag. Intervjupersonerna håller även med Grajkowska (2011) och Cooper m.fl. (2021) synpunkter på att den företagsspecifika risken består av såväl finansiella som icke-finansiella faktorer. När it-företaget värderades syntes även detta. De osäkerheter som fanns i företaget relaterade till dess kunder, intellektuella kapital och avkastningsförmåga syntes i den företagsspecifika risken för it-företaget.

Upphöranderisken som en skild komponent av den företagsspecifika risken kom inte lika tydligt fram i intervjupersonernas svar. Detta var dock något Saha och Malkiel

(2012) klart lyfte fram i sin studie. Trots det lyfte intervjupersonerna fram denna typ av risk under intervjuerna, vilket skulle tyda på att den beaktas till viss mån. Tillväxtföretags specifika risk syns även i multiplar. Detta togs inte lika klart fram i den tidigare forskningen. Intervjupersonerna tog fram att man borde göra likviditetsavdrag till listade företags multiplar för att avspegla den lägre likviditetsnivån för tillväxtföretags aktier. Det här gjordes även när it-företaget värderades.

Flera av intervjupersonerna lyfte dock fram att diskonteringsräntan är den mest abstrakta och teoretiska delen av en DCF. Det här gör att det är mycket svårt eller nästan omöjligt att hitta ett avkastningskrav som passar perfekt för företaget i fråga. DCF-modeller är mycket känsliga för förändringar i diskonteringsräntan. Det här går att motverka till viss mån med olika diskonteringsräntor för olika tillväxtskeden. Trots det försvinner inte osäkerheten helt och hållet. Det här är varför alla intervjupersoner som använde sig av DCF-modellen även gjorde en scenarioanalys. Denna var ofta i stil med First Chicago-metoden som lyftes fram av Montani m.fl. (2020).

Scenarioanalys var en mycket viktig del värderingen med DCF-metoden enligt konsulterna. Utgående från deras svar, ställer man alltid upp olika scenarier för företagets tillväxt. Eventuella osäkerheter som finns i företagets affärsmodell, intellektuella kapital, finansiella data eller kunder är bra att ta upp i en scenarioanalys. Som nämnts tidigare gjordes ofta justeringar till ledningens estimat utgående från analyser av studiens övriga redovisningsfaktorer. Dessa justeringar görs då till olika scenarier vilka påverkar företagets värde. Det här är även i linje med de antaganden om företagsspecifik risk som Grajkowska (2011) och Cooper m.fl. (2021) tar fram. Person D lyfter fram detta på ett bra sätt i sina svar. Enligt honom summerar man ihop effekterna av de olika företagsspecifika riskkomponenterna. Om dessa är positiva påverkar de estimaten positivt, om de å andra sidan är negativa påverkar de estimaten negativt. Effekterna av de olika redovisningsfaktorerna som studeras syns som en helhet i de olika scenarierna och på så sätt som eventuella osäkerhetsfaktorer eller möjliggörare för tillväxtföretaget. Detta fångas upp i den företagsspecifika risken och kan ha antingen en positiv eller negativ effekt på tillväxtföretagets värde.

De svar som avvek mest från den tidigare forskningen var investerarnas svar. De fokuserade egentligen inte alls på risken i de enskilda portföljföretagen utan på risken för fonden som helhet. Det här har främst att göra med hur riskkapitalbolagens affärsmodell ser ut. Eftersom hela affärsmodellen går ut på att generera en förutbestämd avkastningsnivå på fonden genom att investera i riskfyllda tillväxtföretag borde man se på hela fondens risk och hur den påverkas av en ny investering. Det här har dock en direkt inverkan på det enskilda tillväxtföretagets värdering. Värdet på tillväxtföretaget måste ligga på en sådan nivå när riskkapitalbolaget investerar att det är möjligt för riskkapitalbolaget att uppnå den förväntade avkastningen när innehavet säljs vidare. På så sätt är det inte det enskilda tillväxtföretagets företagsspecifika risk som har en inverkan på dess värdering, utan hela fondens specifika risk.

Här ser man klart skillnad mellan konsulterna och investerarna. Konsulternas jobb är att värdera ett företag på uppdrag av företaget själv eller en extern part. Fokus ligger då på det enskilda tillväxtföretaget. Konsulterna får sedan sin avkastning för värderingen i form av konsultarvoden. Investerarna å andra sidan får sin avkastning genom att sälja sitt innehav i tillväxtföretaget. Avkastningen mäts dock inte på den enskilda investeringens nivå utan hela fonden måste fylla riskkapitalbolagets avkastningskrav. Då måste risknivån för varje investering motsvara detta avkastningskrav, vilket i sin tur påverkar värdet på de tillväxtföretag man investerar i.

Risk är en av de mest heltäckande faktorerna som studerats i denna studie. Det är antingen i diskonteringsräntan eller i form av olika scenarion man som värderare kan beakta olika osäkerheter i tillväxtföretaget. Eftersom det ofta finns en hel del osäkerheter med tillväxtföretag har de två ovannämnda metoderna även en stor inverkan på tillväxtföretagets värdering med DCF-metoden. För multiplar görs det även justeringar, dessa är dock inte lika direkta, utan syns mer som avdrag jämfört med listade bolags multiplar. Huvudentagandet bakom risk enligt Grajkowska (2011) är att det ska avspegla tillväxtföretagets förmåga att generera kassaflöden åt sina ägare. Det här syns i både DCF-metoden och i multiplar, men även i riskkapitalbolagens synsätt på risk och avkastning.

6.3 Icke-finansiella faktorerers påverkan på värderingsmodeller

6.3.1 Tillväxtföretagets affärsmodell och marknad

Vikten av icke-finansiella data som marknadsanalyser, tillväxtföretagets affärsmodell och dess kunder är något som både enligt empirin och tidigare forskning spelar en stor roll för värderingen. Wessendorf m.fl. (2019) och Miloud m.fl. (2012) lyfter fram hur det är viktigt att förstå sig på den marknad och bransch tillväxtföretaget verkar inom. Det här är även något som lyfts fram av intervjupersonerna. Genom att bilda sig en förståelse för marknaden och hur den växer kan man estimerar den framtida omsättningen för tillväxtföretag. Branschförståelse ger även värderaren en förståelse för tillväxtföretagets kostnadsstruktur och hur den utvecklas i takt med att omsättningen växer. Det här har en direkt effekt på framtida lönsamhet och således även på tillväxtföretagets värde. Att tillväxtföretaget lyckas nischas in på marknaden har även en positiv effekt på värderingen enligt intervjupersonerna och Wessendorf m.fl. (2019). Det här beror på att en unik produkt eller tjänst är svårare att kopiera och kan därmed leda till högre försäljningssiffror. Det här påverkar i sin tur tillväxtföretagets värde positivt då man kan estimerar en högre framtida omsättning i en DCF-modell och kan använda sig av högre omsättningsmultiplar. Genom att jämföra företaget mot dess konkurrenter kan man enligt person G få en bild på vilken nivå tillväxtföretagets multiplar borde ligga på.

När det kommer till själva tillväxtföretaget är det viktigt att förstå sig på dess kunder. Här är intervjupersonerna inne på samma linje som Wessendorf m.fl. (2019) angående vikten av att förstå sig på varför kunder köper företagets produkter. Om tillväxtföretaget inte kan svara på denna fråga kan det bli svårt att fortsätta investeringsprocessen. Enligt person H är det här en av bidragande faktorerna till att vissa tillväxtföretag värderas högre än andra. Förståelse av varför kunder köper är alltså en mycket viktig faktor när det kommer till att värdera tillväxtföretag. När det kommer till analys av kunder måste man även se på tillväxtföretagets kundbas. Beroende av ett fåtal större kunder är ofta en negativ sak och kan därmed påverka värderingen negativt. Det här uppmärksammades i värderingen av it-företaget i form

av en ökad risknivå, vilket påverkade värderingen negativt. Försäljning till ett fåtal större kunder är dock inte alltid en negativ sak. Enligt svaren under intervjuerna kan detta fungera som bevis på att företagets produkt är eftertraktad på marknaden, vilket i sin tur ökar förtroendet för ledningens estimat. Beroende på tolkningen av kundanalysen kan de alltså ha antingen en positiv eller negativ effekt på värderingen.

För att förstå sig på kunderna måste man även förstå sig på tillväxtföretagets affärsmodell och hur det säljer åt sina kunder. Tidigare forskningen har inte lyft fram denna faktor lika mycket som intervjupersonerna. Enligt dem kan man, genom att förstå sig på företagets affärsmodell lättare estimerade framtida investeringsbehov, utgifter och omsättning. Det här har en direkt effekt på en DCF-modell, vilket man även kunde se i värderingen av it-företaget. Dess affärsmodell och ledningens estimat för hur företaget skulle växa med hjälp av denna var grunden för DCF-modellen. Här förstärks alltså ytterligare påståendet om att icke-finansiella data fungerar som möjliggörare för tillväxten och påverkar därmed värderingen av tillväxtföretag.

Utgående från empirin och den tidigare forskningen kan man anse att analys av kunder, marknaden och tillväxtföretagets affärsmodell har en indirekt inverkan på värderingen. Dessa icke-finansiella data sätter upp ramarna för värderingen på flera sätt. Marknadens tillväxttakt och multiplar ger riktgivande värden för tillväxtföretagets egen tillväxttakt och värdering. Genom att förstå sig på varför kunderna köper kan man se på vilka områden i sin verksamhet tillväxtföretaget borde satsa mer på. Slutligen ger tillväxtföretagets affärsmodell en indikator över hur dess framtida omsättning samt hur utgifterna kommer utvecklas i takt med att omsättningen växer. Inverkan av dessa faktorer på värderingen måste man sedan som värderare försöka omvandla till siffror för att få in dem i en värderingsmodell. Det här är dock inte alltid lätt eftersom en stor del av dessa icke-finansiella data har att göra med framtida estimat vilka inte alltid är helt säkra. Det här bidrar till att det är svårare att få in de ovannämnda faktorerna in i en värderingsmodell, om det inte finns tidigare data att utgå ifrån.

6.3.2 Intellektuellt kapital

Tillväxtföretags intellektuella kapital är en av de främsta orsakerna bakom dess framgång. Detta understöds såväl av empirin som den tidigare forskningen. Miloud m.fl. (2012) lyfter fram hur humankapitalet är den viktigaste delkomponenten av ett företags intellektuella kapital. Intervjupersonerna var av samma åsikt. Ur deras svar framkom främst humankapital, medan relationskapital nämndes vissa gånger och strukturkapital inte togs upp alls. Grundarnas och ledningens erfarenhet var de delområden som fokuserades på mest. Detta är i linje med Homirgas m.fl. (2011) studie där grundares erfarenhet kopplades starkt ihop till tillväxtföretagets framgång. Relationskapital ansågs även av vissa som en viktig faktor, men till exempel person D såg skeptiskt på en värdering som lutar allt för kraftigt på grundarens relationskapital.

Tillväxtföretagets intellektuella kapital var, speciellt för investerarna, det som i främsta hand dikterade investeringsbeslutet och värderingen. Det här var något som personerna A och H lyfte klart fram i sina svar. Enligt person H är intellektuellt kapital en ännu större del av tillväxtföretagets värde desto yngre företaget är. Enligt honom syns företags potential bäst i dess intellektuella kapital. I senare skeden av företags livscykel syns deras potential redan i de finansiella data. Det här synsättet understöds även av Hand (2005). Övriga intervjupersoner ansåg det intellektuella kapitalet som en viktig komponent i värderingen av tillväxtföretag. De såg dock mer på denna faktor som något som tillväxtföretaget ska ha för att man ska fortsätta med investeringsprocessen. Ifall de fanns brister i tillväxtföretagets intellektuella kapital borde företagsledningen vara medvetna om dessa och ha planer för att åtgärda detta. Person F var den enda intervjupersonen som inte ansåg det intellektuella kapitalet som en viktig del av värderingen. Han motiverar sin ståndpunkt med att det är ytterst svårt att kvantifiera och därmed värdera.

Svårigheter med att kvantifiera intellektuellt kapital är även den främsta orsaken till att det är svårt att föra in det i värderingsmodeller. Abhayawansa m.fl. (2015) och Grajkowska (2011) talar om att kvantifierbart intellektuellt kapital kan föras in direkt i en DCF-modell som en del av kassaflödena. Baserat på de svar intervjupersonerna

gav verkar de inte anse att det finns kvantifierbart intellektuellt kapital. De anser alltså inte att man kan föra in intellektuellt kapital direkt in i värderingsmodeller som en skild rad i modellen. Enligt intervjupersonerna är det intellektuella kapitalets främsta roll att öka värderarens förtroende för tillväxtföretaget, dess ledning och planer för tillväxt. Ett starkt intellektuellt kapital bidrar därmed till mindre negativa justeringar av ledningens estimat. Det här har en större inverkan på DCF-modeller där estimerade framtida kassaflöden utgör grunden för värderingen. Abhayawansa m.fl. (2015) förespråkar även att inverkan av intellektuellt kapital borde beaktas i företagets kassaflöden. Han lyfter även fram att det kan beaktas i diskonteringsräntan. När man använder sig av multiplar kan man enligt Abhayawansa m.fl. (2015) använda sig av högre multiplar ifall tillväxtföretaget har ett starkare intellektuellt kapital. De intervjupersoner som använde sig av multiplar håller med om detta. Det här förstärker ytterligare tanken om att det intellektuellt kapitalets roll i en värdering är att förstärka värderarens tillit till tillväxtföretaget.

Intellektuellt kapital är alltså en av grundpelarna i ett framgångsrikt tillväxtföretag. Trots att det är en möjliggörare för tillväxten är det svårt att kvantifiera och på så sätt värdera. I både empirin och i den tidigare forskningen lyfts dessa svårigheter fram, varför tillväxtföretagets intellektuella kapital får en mer indirekt roll i värderingen. Det här syns främst genom eventuella justeringar till kassaflödesestimater eller multiplar. Trots det lyftes dess vikt upp flera gånger under intervjuerna. Vilket visar på att det är något värderare beaktar när de värderar tillväxtföretag.

7 Sammanfattning

Avhandlingen avslutas med en sammanfattning av studien och en presentation av studiens resultat och bidrag till ämnet.

Studiens syfte var att analysera skillnader mellan hur finansiella och icke-finansiella faktorer kommer till uttryck i finska olistade tillväxtföretags värderingsmodeller. Detta syfte har uppnåtts genom en intervjustudie. Personerna som intervjuades arbetar alla med värdering av tillväxtföretag på något sätt, antingen som konsulter eller som investerare på riskkapitalfonder. Utöver detta utfördes en innehållsanalys av dokument relaterade till ett verkligt värderingsfall. Företaget i fråga är ett finsk it-tillväxtföretag som värderats av ett ekonomiförvaltningsbolag inför en finansieringsrunda. Intervjustudien och innehållsanalysen bidrar till att ge nya synvinklar på det valda forskningsområdet, då de flesta studierna utförts i form av kvantitativa studier. Tidigare forskning har även främst fokuserat på endast en faktor, medan fokus för denna studie var såväl finansiella som icke-finansiella faktorer. Denna studie bidrar ytterligare till den tidigare forskningen genom att fokusera både på investerare och konsulter, något som tidigare studier inte gjort.

De tidigare nämnda forskningsmetoderna har använts för att besvara studiens forskningsfråga: *Hur beaktas finansiella och icke-finansiella faktorer i finska olistade tillväxtföretags värderingsmodeller?* Icke-finansiella faktorer som intellektuellt kapital och affärsmodell fungerar som möjliggörare för tillväxtföretag. Ett tillväxtföretag är beroende av sin kunniga personal för att kunna komma med nya innovationer. Ett starkt humankapital syns inte direkt i en värderingsmodell, men ökar dock på den tillit värderaren har till tillväxtföretagets egna estimat om framtiden. Tillväxtföretagets affärsmodell och makrodata om dess marknad sätter gränser inom vilka företaget kan värderas och är det som styr tillväxtföretagets verksamhet. En förståelse av dessa två faktorer är alltså av yttersta vikt när man försöker skapa sig en bild av tillväxtföretagets värde. Affärsmodellen blir mycket viktig i en DCF-modell då den dikterar hur tillväxtföretagets omsättning växer och vilka som är drivarna bakom

denna tillväxt. En analys av marknaden och branschen kan ge referensvärden man som värderare kan använda vid värdering med multiplar. Marknadens tillväxttakt kan även ge in indikation över hur snabbt tillväxtföretagets omsättning borde växa, vilket syns i en DCF-modells förväntade framtida omsättning. De icke-finansiella faktorerna är därmed de faktorer som bidrar med värde åt tillväxtföretag, varför de borde synas i värderingsmodeller.

Icke-finansiella faktorer är dock ofta svåra att kvantifiera, varför det är svårt att direkt beakta dem i en DCF-modell eller i multiplar. De finansiella faktorernas roll är att kvantifiera de icke-finansiella faktorerna. Här är det frågan om finansiella data som syns i företagets officiella rapporter samt risk. Immateriella tillgångar räknas till de finansiella faktorerna, men fungerar mer som en möjliggörare för tillväxten och avviker därför från de två andra faktorerna. Ett bra exempel på detta är patent som fungerar som ett bevis på innovation inom företaget eller satsningar på FoU. Patent beaktas dock oftast skilt i värderingsmodeller endast om de kan licenseras eller säljs åt utomstående parter. Tillväxtföretagets existerande resultat- och balansräkning fungerar som grund för framtida estimat i en DCF-modell. Ofta finns det dock brister i de finansiella data. Det här betyder att man inte lika kraftigt kan utgå ifrån existerande finansiella data, utan måste förlita sig på icke-finansiella data. Risk är en av de bästa sätten att justera värderingsmodeller för brister i de möjliggörande faktorerna. Den osäkerhet som finns angående dem kan man beakta antingen i olika scenarier, i diskonteringsräntan eller som olika avdrag för risk i multiplar. Tillväxtföretagets risk spelar därför en mycket stor roll och är en av de bästa sätten att beakta effekterna av de icke-finansiella faktorerna på tillväxtföretagets värde.

Både icke-finansiella och finansiella faktorer är alltså viktiga ur ett värderingsperspektiv när det kommer till tillväxtföretag. Det här i linje med de resultat Sievers m.fl. (2013) kom fram till i deras studie. Det fanns dock vissa skillnader mellan intervjupersonernas åsikter om de två olika typerna av faktorer. Konsulterna fokuserade ofta mer på finansiella faktorer. Det här kan bero på att de ofta använde sig av DCF-metoden. Den här värderingsmetoden bygger på tidigare och estimerade finansiella data, vilket kan vara en orsak till att de valde att fokusera mer på finansiella

data. Investeringarna å andra sida investerar i tillväxtföretag under en längre tid. Investeringens potential blir då viktigare, något som bättre fångas upp av de icke-finansiella faktorerna. Något som även kom fram under intervjuerna är att företagsvärderingsmodeller endast fungerar som underlag för värderingen. Det slutliga värdet på företaget bestäms genom förhandlingar mellan de olika parterna i transaktionen.

Denna studies främsta bidrag är att studera värdering av tillväxtföretag med hjälp av kvalitativa forskningsmetoder. Fokuset för studien var heller inte endast på en faktor och hur denna beaktas i värderingsmodeller utan på flera faktorer. Utöver detta var fokus även på både investerare och konsulter, för att på så sätt få en bredare inblick i ämnet. Studiens resultat understöds av tidigare forskning inom ämnet. Speciellt studien av Hand (2005) understöder synsättet om att icke-finansiella data ger en bättre bild av tillväxtföretagets företags potential och att denna syns först i ett senare skede i företagets finansiella data. Det här är i linje med denna studies resultat angående möjliggörande faktorer och faktorer vars roll är att fånga upp effekterna av dessa i värderingsmodeller.

7.1 Förslag på fortsatt forskning

Denna studie har fokuserat på värdering av tillväxtföretag, med ytterligare fokus på värderingsmodeller. Många av svaren under intervjuerna kretsade dock kring beslutet om att investera i tillväxtföretag. Ett område för framtida forskning kunde vara att se på hur de faktorer som studerats i denna studie inverkar på riskkapitalföretags investeringsbeslut. Speciellt tillväxtföretags intellektuella kapital inverkan på investeringsbeslutet kunde utgöra ett intressant forskningsområde. En djupare analys av risk inom värdering av tillväxtföretag skulle även kunna bidra med nya insikter. Denna studie fokuserade redan på hur man beaktar effekterna av osäkerhet inom tillväxtföretagets icke-finansiella faktorer i olika värderingsmodeller. Framtida

forskning kunde fokusera på hur icke-finansiella faktorer inverkar på tillväxtföretagets risknivå.

Källor

Abhayawansa, S., Aleksanyan, M. & Bahtsevanoglou, J. (2015). The use of intellectual capital information by sell-side analysts in company valuation. *Accounting and business research*, 45(3), 279-306.

<https://doi.org/10.1080/00014788.2014.1002445>

Aktiebolagslagen. 624/2006.

Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M. & Yohn, T. L. (2020). The Characteristics, Valuation Methods, and Information Use of Valuation Specialists. *Accounting horizons*, 34(3), 23-38. <https://doi.org/10.2308/horizons-19-057>

Amel-Zadeh, A., Meeks, G. & Meeks, J. G. (2016). Historical perspectives on accounting for M&A. *Accounting and business research*, 46(5), 501-524.

doi:10.1080/00014788.2016.1182703

Amir, E., Lev, B., & Sougiannis, T. (2003). Do financial analysts get intangibles?. *European Accounting Review*, 12(4), 635-659.

Armstrong, C., Davila, A., & Foster, G. (2006). Venture-backed private equity valuation and financial statement information. *Review of Accounting Studies*, 11(1), 119-154.

Bancel, F., Martinaud, B. & Philippe, H. (2021). The Seven Deadly Sins of Start-Up Valuation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 33(3), 125-129.

<https://doi.org/10.1111/jacf.12469>

Banker, R. D., Huang, R., Natarajan, R. & Zhao, S. (2019). Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure. *The Accounting review*, 94(6), 61-90. <https://doi.org/10.2308/accr-52468>

Berre, M., & Le Pendeven, B. (2022). What do we know about startup-valuation drivers? A systematic literature review. *Venture Capital*, 1-45.

Bokföringslagen. 1336/1997.

Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014). Company valuation in mergers and acquisitions: how is discounted cash flow applied by

- leading practitioners? *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 24(2), 43-51.
- Bryman, A., Bell, E. & Nilsson, B. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder (Upplaga 3.)*. Liber.
- Cantamessa, M., Gatteschi, V., Perboli, G., & Rosano, M. (2018). Startups' Roads to Failure. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 10(7), 2346.
<https://doi.org/10.3390/su10072346>
- Cooper, L. A., DiGabriele, J. A., Riley, R. A. & Sorensen, T. L. (2021). Company-Specific Risk and Small Company Valuation. *Journal of forensic accounting research*, 6(1), 33-56. <https://doi.org/10.2308/JFAR-19-026>
- Corbey, M., de Roon, F., & Hinfelaar, S. (2019). Company life cycle models and business valuation. *MAB ('s-Gravenhage. Online)*, 93(9/10), 285-296.
<https://doi.org/10.5117/mab.93.37561>
- Cuganesan, S., (2005). Intellectual capital-in-action and value creation: a case study of knowledge transformations in an innovation project. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), 357–373. doi: 10.1108/14691930510611102
- Damodaran, A. 2009. "Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges." SSRN Scholarly Paper ID 1418687. Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Daunfeldt, S. O., Johansson, D., & Halvarsson, D. (2015). Using the Eurostat-OECD definition of high-growth firms: a cautionary note. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*.
- Dhochak, M., & Doliya, P. (2020). Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. *Journal of multi-criteria decision analysis*, 27(1-2), 39-49.
<https://doi.org/10.1002/mcda.1703>
- Eurostat-OECD. (2007). *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*. Hämtad 2022-09-19 från <https://www.oecd.org/sdd/39974460.pdf>
- Fraser-Sampson, G. (2010). *Private equity as an asset class (2nd ed.)*. John Wiley & Sons.

- Grajkowska, A. (2011). Valuing intellectual capital of innovative start-ups. *Journal of intellectual capital*, 12(2), 179-201. <https://doi.org/10.1108/14691931111123386>
- Greenberg, G. (2013). Small firms, big patents? Estimating patent value using data on israeli start-ups' financing rounds. *European Management Review*, 10(4), 183-196.
- Hand, J. R. (2005). The value relevance of financial statements in the venture capital market. *The Accounting Review*, 80(2), 613-648.
- Herrmann, V., & Richter, F. (2003). Pricing with performance-controlled multiples. *Schmalenbach Business Review*, 55(3), 194-219
- Himick, D., Johed, G., & Pelger, C. (2022). Qualitative research on financial accounting – an emerging field. *Qualitative research in accounting and management*, 19(4), 373-385. <https://doi.org/10.1108/QRAM-11-2021-0207>
- Hoenen, S., Kolympiris, C., Schoenmakers, W., & Kalaitzandonakes, N. (2014). The diminishing signaling value of patents between early rounds of venture capital financing. *Research Policy*, 43(6), 956-989.
- Hofisi, C., Hofisi, M. & Mago, S. (2014). Critiquing Interviewing as a Data Collection Method. *Mediterranean journal of social sciences*, 5(16). <https://doi.org/10.5901/mjss.2014.v5n16p60>
- Hormiga, E., Batista-Canino, R. M., & Sánchez-Medina, A. (2011). The role of intellectual capital in the success of new ventures. *International entrepreneurship and management journal*, 7(1), 71-92.
- Imam, S., Barker, R. & Clubb, C. (2008). The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *The European accounting review*, 17(3), 503-535. doi:10.1080/09638180802016650
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). Strategic learning & the balanced scorecard. *Strategy & Leadership*.
- Kohn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: A systematic review and avenues for future research. *Management review quarterly*, 68(1), 3-36. <https://doi.org/10.1007/s11301-017-0131-5>

- Koller, T., Goedhart, M. H. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Sixth edition.). Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Krafft, M., Rudolf, M., & Rudolf-Sipötz, E. (2005). Valuation of customers in growth companies—a scenario based model. *Schmalenbach Business Review*, 57(2), 103-125.
- Kumar, R., & Sharma, M. (2020). *Venture capital investments* (1st edition.). SAGE Publications Pvt Ltd.
- Lantz, J., Hikkerova, L., Mili, M. & Sahut, J. (2013). Evaluation of growing business: Which method, what risks? *International journal of business*, 18(1), 26.
- Lev, B. (2004). Sharpening the intangibles edge. *Harvard business review*, 82(6), 109-138.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: An empirical study. *Venture capital (London)*, 14(2-3), 151-174. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.667907>
- Montani, D., Gervasio, D., & Pulcini, A. (2020). Startup company valuation: The state of art and future trends. *International Business Research*, 13(9), 31-45.
- Puca, A. (2020). *Early stage valuation: A fair value perspective*. Wiley.
- Pääomasijoittajat ry. (2022). Buyout ja growth Suomessa H1/2022. Hämtad 2022-12-16 från https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Buyout_Suomessa_H1-2022.pdf
- Qu, S. Q., & Dumay, J. (2011). The qualitative research interview. *Qualitative research in accounting & management*, 8(3), 238-264.
- Ramanauskaitė, A. & Rudionienė, K. (2013). INTELLECTUAL CAPITAL VALUATION: METHODS AND THEIR CLASSIFICATION. *Ekonomika - Vilniaus universitetas*, 92(2), 79-92. <https://doi.org/10.15388/Ekon.2013.0.1413>
- Saha, A. & Malkiel, B. G. (2012). Valuation of Cash Flows with Time-Varying Cessation Risk. *Journal of business valuation and economic loss analysis*, 7(1), . <https://doi.org/10.1515/1932-9156.1126>

- Seo, H. S. & Kim, Y. (2020). INTANGIBLE ASSETS INVESTMENT AND FIRMS' PERFORMANCE: EVIDENCE FROM SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN KOREA. *Journal of business economics and management*, 21(2), 421-445. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12022>
- Sievers, S., Mokwa, C. F., & Keienburg, G. (2013). The relevance of financial versus non-financial information for the valuation of venture capital-backed firms. *European Accounting Review*, 22(3), 467-511.
- Smith, J. A., & Cordina, R. (2014). The role of accounting in high-technology investments. *The British Accounting Review*, 46(3), 309-322.
- Stros, M. & Říha, D. (2020). What is the value of growth companies? A methodical approach to the valuation of growth companies in the biotechnology and pharmaceutical sector. *Trendy v podnikání*, 10(1), 73-86. https://doi.org/10.24132/jbt.2020.10.1.73_86
- Tzabbar, D., & Margolis, J. (2017). Beyond the Startup Stage: The Founding Team's Human Capital, New Venture's Stage of Life, Founder-CEO Duality, and Breakthrough Innovation. *Organization science (Providence, R.I.)*, 28(5), 857-872. <https://doi.org/10.1287/orsc.2017.1152>
- Wasserman, N. (2017). The throne vs. the kingdom: Founder control and value creation in startups. *Strategic Management Journal*, 38(2), 255-277.
- Wessendorf, C. P., Kegelmann, J., & Terzidis, O. (2019). Determinants of early-stage technology venture valuation by business angels and venture capitalists. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 11(5), 489-520.
- Westfall, T. J. & Omer, T. C. (2018). The emerging growth company status on IPO: Auditor Effort, Valuation, and underpricing. *Journal of accounting and public policy*, 37(4), 315-334. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.07.003>
- Xu, J. & Li, J. (2019). The impact of intellectual capital on SMEs' performance in China: Empirical evidence from non-high-tech vs. high-tech SMEs. *Journal of intellectual capital*, 20(4), 488-509. <https://doi.org/10.1108/JIC-04-2018-0074>

Bilaga 1 Intervjuguide svenska

Åbo Akademi Pro Gradu-avhandling 2022

Rasmus Sundqvist

Intervju om värdering av finska tillväxtföretag

Avhandlingens syfte: Att analysera påverkan av finansiella data, immateriella tillgångar, intellektuellt kapital och risk på av olistade finska tillväxtföretags värderingsmodeller

Avhandlingens forskningsfråga: Hur påverkar de fyra redovisningsfaktorerna olistade finska tillväxtföretags värderingsmodeller?

1. Skulle du kunna berätta lite om dig själv, utbildningsbakgrund, arbetserfarenhet och arbetsuppgifter
2. Hur skulle ni definiera tillväxtföretag?
3. Vilken eller vilka värderingsmetoder använder ni för tillväxtföretag
4. Använder ni er av finansiella data och anser ni att den spelar en stor roll för fastställandet av tillväxtföretagets värde?
5. Vilka finansiella nyckeltal brukar ni se på?
6. Vilken typ av icke-finansiella data brukar ni se på och hur värderar ni dessa poster?
7. Hur beaktas värdet av immateriella tillgångar, till exempel varumärken och patent i era värderingsmodeller?
8. Anser ni att intellektuellt kapital spelar en stor roll för värdesättningen och hur inkorporeras det här i värderingsmodeller?
9. Hur beaktar ni den ökade risknivån i tillväxtföretag?

Bilaga 2 Intervjuguide finska

Åbo Akademi Pro Gradu-tutkielma 2022

Rasmus Sundqvist

Haastattelu suomalaisten kasvuyritysten arvonmäärittämisestä

Tutkielman tavoite: Analysoida miten taloudellinen tieto, aineettomat hyödykkeet, osaamispääomaa ja riski vaikuttavat suomalaisten kasvuyritysten arvonmäärittäsmalleihin

Tutkielman tutkimuskysymys: Miten nämä neljä tekijää vaikuttavat suomalaisten listaamattomien yritysten arvonmäärittäsmalleihin?

1. Voisitteko kertoa vähän itsestänne, koulutustaustastanne, työkokemuksestanne ja työtehtävistänne?
2. Miten määrittäisitte kasvuyrityksen?
3. Mitä arvonmäärittäsmenetelmiä käytätte kasvuyrityksille?
4. Käytättekö taloustietoja ja onko niillä mielestänne suuri merkitys yrityksen arvonmäärittäksessä?
5. Mitä taloudellisia avainlukuja käytätte useimmiten, kun analysoitte kasvuyrityksiä?
6. Millaista ei-taloudellista tietoa käytätte ja miten arvostatte näitä eriä?
7. Miten huomioitte aineettomien oikeuksien arvon, esim. tavaramerkkien tai patenttien arvon arvonmäärittäsmalleissanne?
8. Onko osaamispääoma (intellectual capital), iso osa yrityksen arvoa ja miten tämä näkyy arvonmäärittäsmalleissa?
9. Miten huomioitte kasvuyritysten korkeamman riskitason?