CBS
COPENHAGEN
BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

15. MAJ
2019

EMPIRISK UNDERSØGELSE AF VÆRDIANSÆTTELSE AF VÆKSTSELSKABER I PRAKSIS

Empirical study of valuation of growth companies in practice

LEDELSE

BUDGET

VÆKST

Institut for Finansiering
Kandidatafhandling
Cand.Merc.
(Finansiering og Regnskab)

Antal sider: 272997 anslag
Med mellemrum: 119,99 normalsider

Kris Høygaard Haase
92334

Daniel Frøslev Søndergaard
92023

Rune Dalgaard
Vejleder

Abstract

Our Master thesis deals with the valuation of growth companies. The thesis is motivated by our great desire to come up with new knowledge that can help to reduce the uncertainty in the valuation of growth companies. This is done on the basis of a theoretical and empirical study, in which subsequently a best-practice framework will be designed. The study is based on 28 interviews with the associated questionnaire, which is generated based on venture capital companies, private equity companies and financial advisors.

We have noticed that the practicians associate a valuation of a growth company with a greater degree of uncertainty. According to several of the practicians, the uncertainty lies especially in the forecast estimates. This is due to a lack of data and input factors. In connection with the handling of the uncertainty for estimating the input factors, several of the practicians use sensitivity analyzes or scenario analyzes.

Valuation models are common among practicians and the DCF model and multiples are the most common models applied by practicians. The 3th most applied valuation model is the EVA model and the real options theory are 4th applied. Our study also shows that practitioners use more than one model when valuing a company.

When estimating input factors for valuation models, practicians mainly use strategic analyzes as an information source. Benchmark companies subsequently come. Historical financial reports as a source of information are rarely used by practicians. The practitioners use analytical factors such as dialogue with management, the budgets of the company and business plans when generating input data. Finally, the practicians use the mindset behind strategic analyzes, such as Porter's Five Forces and Value Chain Analysis in relation to valuation of growth companies.

Based on our study, a best-practice framework has been designed. We advise practicians to use a DCF model as the main element. This is also backed by a multiple-based valuation. If the assumptions and resources allow it, it might be an advantage to include the real options approach. To generate input factors, we will guide the practicians to apply a strategic analysis that includes PEST(EL), Porter's Five Forces, Value Chain Analysis and SWOT. In addition we also want to guide the use of analytical factors such as dialogue with the management, know-how of the organization, budgets of the company and the business plans.

By applying this framework we are convinced that the practicians can minimize the risk regarding the input factors when valuing growth firms.

INDHOLDSFORTEGNELSE

KAPITEL I – INDLEDNING 4
1.1 MOTIVATION 4
1.2 PROBLEMFORMULERING 5
1.3 METODEN OG UNDERSØGELSESDESIGN: 6
1.3.1 Paradigme 6
1.3.2 Undersøgelsesdesign 6
1.3.3 Interview 8
1.3.3.1 Kodning 8
1.3.4 Spørgeskema 9
1.3.5 Dataindsamling 9
1.3.6 Verifikation 10
1.4 AFGRÆNSNING 11
1.5 DEFINITION – VÆKSTSELSKAB 12
1.6 DISPOSITION 13

KAPITEL II - TEORI 15
2.1 VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER 15
2.1.1 DCF-modellen 15
2.1.1.1 Gennemgang 15
2.1.1.2 Styrker og svagheder 16
2.1.2 EVA-modellen 17
2.1.2.1 Gennemgang 17
2.1.2.2 Styrker og svagheder 17
2.1.3 Relative værdiansættelsesmodeller (Multipler) 18
2.1.3.1 Gennemgang 18
2.1.3.2 Styrker og svagheder 19
2.1.4 Realoptionsteorien 20
2.1.4.1 Gennemgang 20
2.1.4.2 Styrker og svagheder 20
2.2 INPUTVARIABLE 22
2.2.1 Analysemodeller til strategisk analyse 22
2.2.1.1 Analysemodeller til selskabets omverden 22
2.2.1.2 Analysemodeller til selskabets marked 23
2.2.1.3 Interne analysemodeller 24
2.2.1.4 Selskabets styrkeprofil 26
2.3 MODELLERNES INPUT BEHOV 26
2.3.1 Diskonterede cash flow model 26
2.3.2 Economic Value Added-modellen 27
2.3.3 Relative værdiansættelsesmodeller (Multipler) 28
2.3.4 Optioner 29
2.3.5 WACC 30
2.3.6 Scenarioanalyse 32

KAPITEL III – EMPIRISK UNDERSØGELSE 33
3.1 INDLEDNING 33
3.2 INTERVIEWOPBYGNING 33
3.3 STRUKTUREN I SPØRGESKEMAET 34
3.3.1 Indhold i spørgeskemaet 34
3.3.2 Pilottest af spørgeskema 35
3.4 STATISTISK OPBYGNING 35

3.5 EMPIRISKE HYPOTESER 38
3.6 VÆKSTSELSKABER SOM PROBLEMFELT 39
3.7 VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER 41
3.7.1 Benyttelse af værdiansættelsesmodeller af respondenterne 41
3.7.2 Discounted Cash flow-modellen 47
3.7.2.1 Benyttelse af discounted cash flow-modellen af respondenterne 47
3.7.2.2 Underliggende inputfaktorer 48
3.7.3 Economic Value Added - modellen 51
3.7.3.1 Benyttelse af economic value added - modellen af respondenterne 51
3.7.3.2 Underliggende inputfaktorer 51
3.7.4 Multipler 52
3.7.4.1 Benyttelse af multipler af respondenterne 52
3.7.4.2 Underliggende inputfaktorer 54
3.7.5 Realoptioner 56
3.7.5.1 Benyttelse af realoptioner af respondenterne 56
3.7.5.2 Underliggende inputfaktorer 56
3.8 KVALITATIVE FAKTORER TIL VÆRDIANSÆTTELSE AF VÆKSTSELSKABER 57
3.8.1 Benyttelse af kvalitative faktorer af respondenterne 57
3.8.2 Analytiske faktorer 60
3.8.3 Anvendelsen af grundtanken bag strategiske analysemodeller 64
3.8.3.1 Benyttelse af strategiske analysemodeller af respondenterne 64
3.8.3.2 Benyttelse af strategiske analysemodellers output af respondenterne 66
3.9 ALTERNATIV INDGANGSVINKEL TIL VÆRDIANSÆTTELSE AF VÆKSTSELSKABER 67
3.10 DELKONKLUSION 68
3.11 EMPIRISKE UNDERSØGELSER 70
3.11.1 Strategiske og kvalitative faktorer 71
3.11.2 Værdiansættelsesmodeller 72
KAPITEL IIII - BEST-PRACTICE FRAMEWORK 74
4.1 KRAV TIL BEST-PRACTICE FRAMEWORK 74
4.2 VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER 75
4.2.1 Discounted cash flow modellen 75
4.2.2 Realoptioner 77
4.2.3 Multipler 79
4.2.4 Economic Value Added modellen 80
4.2.5 Best practice framework - værdiansættelsesmodeller 81
4.3 KVALITATIVE FORHOLD 83
4.3.1 Informationskilder 83
4.3.2 Analytiske faktorer 85
4.3.3 Grundtanken ved strategiske analysemodeller 86
4.3.4 Best-practice framework - Kvalitative faktorer 88
4.4 BEST-PRACTICE FRAMEWORK FOR VÆRDIANSÆTTELSE AF VÆKSTSELSKABER 90
4.5 BEST-PRACTICE FRAMEWORK UD FRA ET RESPONDENT PERSPEKTIV 92
KAPITEL V – DISKUSSION, KONKLUSION OG PERSPEKTIVERING 94
5.1 DISKUSSION 94
5.2 KONKLUSION 96
5.3 PERSPEKTIVERING 101
BIBLIOGRAFI 104
BILAGSOVERSIGT: 108

Kapitel I – Indledning

Ved køb og salg af selskaber er det nødvendigt at have en præcis værdisætning. Det har stor betydning for aktanterne på markedet, at det er muligt at akkumulere, systematisere og behandle brugbar information og derefter anvende den indsamlede information til at komme med et retvisende værdiestimat på en selskabsværdi. At vurdere et selskabs vækstpotentiale som investor har en høj grad af kompleksitet, og potentialet er afhængig af en lang række faktorer. Som eksempler kan nævnes selskabsbranche, selskabsform, størrelse på selskabet, selskabsledelseskompetencer og vækstpotentialet, som har indvirkning på, hvor indviklet det er for en aktør at foretage en værdisætning. Informationsgrundlaget omkring et pågældende selskab har også indvirkning på, om en udefrakommende vil være i stand til komme op med en retvisende prissætning. Tilfredsstillende informationsgrundlag til at vurdere et selskabs indtjenings- og vækstpotentiale samt at udarbejde en værdisætning af et selskab vil oftest være muligt for et selskab, som har eksisteret i en årrække. Anderledes vil det være, når snakken drejer sig om værdiansættelse af vækstselskaber (Jf. afsnit 1.5), da der er store besværligheder forbundet med udarbejdelse af kvantitative inputfaktorer til budgettering, eftersom historisk regnskabsdata kan være mindre informative i forbindelse med at kunne projektere det fremadrettede indtjenings- og vækstpotentiale i et selskab. Derfor bliver specialets fokus de strategiske faktorer, indsamling af inputdata til udarbejdelse af et udførligt budget samt værdiansættelse.

1.1 Motivation

Specialets fokus bliver på, hvilke faktorer der har bestemmende indflydelse på værdiansættelsen af vækstselskaber samt valget af en værdiansættelsesmodel. Motivationen for dette område er udsprunget af den mediebevågenhed, som den alternative markedsplads First North har fået de seneste år (Borring , 2019). De seneste par år har der været en bølge af selskaber, som er blevet børsnoteret på First North. I 2018 blev Happy Helper børsnoteret, og selskabet blev værdisat forud for noteringen til 118 mio. kr. med en EBIT på -13,4 mio. kr. i 2017 (Euroinvestor, 2018). Denne værdiansættelse er blevet kritiseret af flere aktanter på markedet, som ikke mente, at Happy Helpers værdi var realistisk. Happy Helper er dog ikke den eneste case, hvor der har været debat omkring en for høj værdiansættelse. Scape Technologies havde en negativ indtjening på -10,6 mio. kr. i 2017 og blev børsnoteret til 116 mio. kr. i slutningen af 2018 (Euroinvestor, 2018). En af kritikerne omtaler denne type af værdiansættelser, som ”Kejserens nye klæder” (Stausholm, 2018), da man har selskaber med svag finansiel performance til skyhøje værdiansættelser. Kritikken går på, at selskabernes værdiansættelser ikke har hold i den virkelige verden (Stausholm, 2018). Noget af forklaringen skal også findes i, at disse vækstselskaber ikke bliver værdisat efter normale regler (Stausholm, 2018).

Motivationen for dette problemfelt skal også findes i, at der er en stor sandsynlighed for, at vækstselskaberne på dette marked vil falde i værdi, efter at de er kommet på First North (Christiansen, 2018). Hos de seneste 7 ud af 9 børsnoteringer af selskaber på First North har selskaberne efterfølgende oplevet et fald på minimum -20 % i markedsværdi (Christiansen, 2018).

Den faldende markedsværdi i disse vækstselskaber og den høje volatilitet på First North markedspladsen (Bilag 17) skyldes efter vores opfattelse det grundlag af information, som værdiansættelserne er udarbejdet på baggrund af (Johnsen, 2008). Denne usikkerhed i informationsgrundlaget, kan ligeledes ses i lyset af, at en stor del af selskaberne, som bliver børsnoteret på First North, er kendetegnet som værende vækstselskaber (Hougaard, 2008). Det manglende informationsgrundlag er også anerkendt af flere forskere, som også mener, at der er mangel på gode og systematiske metoder til værdiansættelse af vækstselskaber (Miloud, Aspelund, & Cabrol, 2014). Disse vækstselskaber er ligeledes ofte karakteriseret ved at have dynamiske regnskabstal, manglende sammenhæng mellem bogført værdi og markedsværdi, brug af gæld, kort og skiftende markedshistorik, få eller ingen sammenlignelige selskaber og negative pengestrømme (Damodaran, 2010). Med baggrund i dette, mener vi at det vil være spændende at analysere, hvordan en aktør kan værdisætte mulighederne i et vækstselskab.

For at undersøge ovennævnte problemstilling vil det være centralt at afklare de faktorer, der anvendes til værdiansættelse af vækstselskaber. For at belyse forholdene omkring værdiansættelse af vækstselskaber vil det være essentielt at undersøge den nuværende akademiske litteratur, om det kan være behjælpeligt med løsningsforslag. Det vil også være væsentligt at få praktikernes tilgang til emnet, hvorfor vi vil undersøge, hvordan venture kapitalfonde, finansielle rådgivere og private equity fonde i en praktisk kontekst foretager værdiansættelse af vækstselskaber. Specialet udarbejdes med det formål at øge den faglige viden på området samt mindske usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Dette gøres ud fra en teoretisk og empirisk analyse, hvor der efterfølgende vil udformes et best-practice framework, som kan hjælpe aktørerne i deres arbejde med værdiansættelse af vækstselskaber.

1.2 Problemformulering

Ovenstående motivation har ført os til følgende problemformulering:

"Hvorledes kan et best-practice framework til værdiansættelse af vækstselskaber konstrueres?

Endvidere ønsker vi afklaring på følgende underspørgsmål:

- Hvilke centrale værdiansættelsesmodeller figurerer i den akademiske litteratur?
- Hvad er fordele og ulemper ved de fundne værdiansættelsesmodeller?
- Hvad indgår af inputfaktorer til de fundne værdiansættelsesmodeller?
- Hvordan kan strategiske analysemodeller og tankegangen bag modellerne bidrage til generering af inputfaktorer til værdiansættelse af vækstselskaber?
- Hvilke strategiske analysemodeller og tankegang bag modellerne anvender venture kapitalfonde, finansielle rådgivere og private equity i forbindelse med budgetteringen, når de værdisætter vækstselskaber?
- Hvilke kvalitative faktorer (analytiske) anvender venture kapitalfonde, finansielle rådgivere og pri-

vate equity i budgetteringen, når de værdisætter vækstselskaber?

- Når venture kapitalfonde, finansielle rådgivere og private equity værdiansætter et vækstselskab, hvilke værdiansættelsesmodeller benytter de sig af?
- Hvordan skal et best-practice framework formuleres?

1.3 Metoden og undersøgelsesdesign:

1.3.1 Paradigme

I vores udarbejdelse af den metodiske struktur i vores speciale har vi anvendt det positivistiske paradigme. Udarbejdelse af en struktur ud fra det positivistiske paradigme betyder, at man arbejder med en observerbar social virkelighed, og at slutproduktet af en sådan forskning betyder, at man kan generere generaliseringer (Saunders et al. 2009). Dette betyder, at det kun er fænomener, du kan observere, som kan føre til produktion af troværdige data (Saunders et al., 2009). At generere en forskningsstrategi til indsamling af disse data, har vi valgt at bruge eksisterende teori til at udvikle hypoteser. Disse hypoteser vil blive testet og bekræftet helt eller delvist eller afvist igennem en empirisk undersøgelse, hvilket fører til den videre udvikling af et framework, som derefter kan testes ved yderligere forskning.

En anden vigtig komponent i den positivistiske tilgang til forskning er, at forskningen så vidt muligt foregår på en værdiløs måde (Saunders et al., 2009). Forudsætningen er, at forskeren er uafhængig af og ikke påvirker eller påvirkes af emnet for forskningen. Vi vil dog argumentere for, at en fuldstændig frihed fra inddragelsen af vores egne værdier som forskere er umulig. Vi bestræber os dog på at være så værdiløse som muligt.
Vi har anvendt et struktureret metode med vægt på kvantificerbare observationer, der læner op af statistisk analyse, hvilket anbefales af Saunders et al. (2009), da en stærk struktureret metode vil lette replikationen.

1.3.2 Undersøgelsesdesign

Analyser af praktikeres brug af værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller er et relativt uudforsket område for regnskabs- og finansforskning. Faktisk er det kun akademiske papirer af Bancel & Mittoo (2014), Edberg & Svendsen (2008), Iman et al. (2008), Mörch & Wassermann (2001) og Rathore & Kaasgaard (2018), som eksplicit har fokus på værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller anvendt af praktikere. De fleste andre nylige forskningspapirer fokuserer på beslægtede emner som den type information, der anvendes i aktieanalyserapporter eller de faktorer, der påvirker nøjagtigheden af aktørens indtjeningsprognoser.

Vores tilgang adskiller sig dog fra de andre akademiske papirer, hvor andre akademiske papirer bruger spørgeskema og indholdsanalyse (content analysis) af praktikernes aktierapporter fra forskellige industrier med forskellig vækst, indtjeningsvolatilitet og R&D egenskaber til at teste hypoteser vedrørende den relative an-

vendelse af sammenlignelige perioder og flerårige modeller og den relative anvendelse af periodisering og cash-flowbaserede værdiansættelsesmodeller. Vi bruger semistrukturerede interviews og tilhørende spørgeskemaer for at observere praktikernes præferencer til værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller inden for forskellige respondentgrupper, som har berøringsflade med vækstselskaber. Nogle andre akademiske papirer baserer sig på statistisk analyse fra deres indholdsanalyse, som er genereret på baggrund af en stikprøve af aktieanalyserapporter m.m. for at teste specifikke hypoteser om erhvervssektorens indflydelse på aktørernes brug af værdiansættelsesmodeller, strategiske modeller m.m.. Vi har mere anvendt en fortolkningsmetode, hvor statistiske data fra spørgeskemaet bruges til at angive tendenser i brugen af værdiansættelsesmodeller, og ydermere benyttes interviewdata til at fremlægge yderligere bevis for den relevante fortolkning af disse tendenser.

Vi behandler spørgsmålene om, *hvilke* værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller praktikerne anvender i relation til vækstselskaber ved at bede dem om at bedømme den betydning, de tillægger de ovenstående faktorer ved hjælp af et spørgeskema, der holder sig inden for rammerne af et halvstruktureret interview. Vores tilgang gør det derfor muligt at kontrollere, om der er sammenhæng mellem, hvad teorien siger er de mest hensigtsmæssige metoder og faktorer til værdiansættelse af vækstselskaber, og de metoder og faktorer, der rent faktisk anvendes.
Specielt ved hjælp af interviews vil vi identificere, i hvilket omfang alternative tilgange til værdiansættelsesmodeller anvendes.

Indsigt i, *hvorfor* praktikerne bruger særlige værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller, opnås dels ved semistrukturerede interviews, som giver både kvantitative data om praktikernes rating og også kvalitative data ved at stille spørgsmål til praktikerne, om hvilke årsager der er til vedkommendes ratinger. Denne tilgang gør det muligt for os at udforske både tekniske og kontekstuelle årsager til den relative brug af de forskellige faktorer. En teknisk motivation til at bruge for eksempel DCF kan være en praktikers større tro til den forudsigende kraft i denne model, mens en kontekstuel motivation kan være, at en DCF-model lettere kan manipuleres for at opnå en ønsket værdi, der ikke er relateret til nøjagtigheden af værdiansættelsen i sig selv.

Spørgsmålet om, *hvordan* praktikerne anvender værdiansættelsesmodeller, kvalitative faktorer, kvantitative faktorer og strategiske analysemodeller anvendes, gør vi brug af interviewdata for at identificere måder, hvorpå praktikerne kombinerer output fra forskellige værdiansættelsesmodeller og/eller tager højde for "kvalitative faktorer" ved fastsættelse af et værdiestimat. Denne tilgang giver os mulighed for at få indblik i, i hvilket omfang praktikeren principielt baserer sig på output fra deres værdiansættelsesmodeller eller udnytter

deres opfattelse af "markedet" for et selskab eller tager hensyn til andre faktorer, som ikke let kan kvantificeres, hvad angår input til værdiansættelsesmodeller.

1.3.3 Interview

Overvejelserne bag at vælge den kvalitative metode i form af interview som vores primære dataindsamling er, at det er en god måde at indhente beskrivelser, som giver relevant og pålideligt materiale at fortolke og analysere ud fra (Kvale & Brinkmann, 2015). Denne dataindsamlingsmetode er efter vores overbevisning den mest hensigtsmæssige i forhold til denne problemstilling, da vi for lov til at dykke ned i spørgsmål der omfatter inputfaktorerne til værdiansættelse. Interviewene fra den empiriske analyse skal anvendes til at dække, hvordan finansielle rådgivere, venture kapitalfonde og private equity indsamler inputdata til udarbejdelse af et budget og den forlængelse en værdiansættelse.

De forestående interviews er bygget op som semistrukturerede interviews, da det vurderes, at en semistruktureret interviewguide (Bilag 2) er mest velegnet til dette speciale, eftersom vi ønsker en eksplorativ tilgang, som stimulerer ny viden samtidigt med, at vi har en række på forhånd udvalgte spørgsmål, som vi ønsker, at vores respondenter reflekterer over (Justesen & Mik-Meyer, 2010). Ydermere giver de semistrukturerede interviews også en rigere og mere kompleks indsigt i praktikernes synspunkter. Selvom vi har forberedt en række spørgsmål på forhånd, giver det semistrukturerede interview os mulighed for at afvige fra interviewguiden, når respondenten bringer uventede, men interessante emner frem (Justesen & Mik-Meyer, 2010). Anvendelsen af den semistrukturerede interviewguide skyldes også, at denne type struktur åbner op for respondentens svarmuligheder. Ved at gøre det på den måde tillader vi, at respondenten individuelt kan angive forhold, som han/hun mener er centralt i forhold til denne problemstilling. Ved anvendelse af en anden metode ville vi have indsnævret respondentens svarmuligheder, hvilket ville have været en ulempe. Vi vil anvende åbne spørgsmål, og ligeledes anvende indledende og direkte spørgsmål (Kvale S. , 1997, s. 137-138). Formålet med de indledende spørgsmål er at introducere emnet, og vores mere direkte spørgsmål benytter vi i forbindelse med generering af materiale der er mere karakteristiske for vores opgave. På grundlag af respondentens svar vil vi inddrage spørgsmål, som har karakter af opfølgende, sonderende, specificerende og strukturerende spørgsmål (Kvale S. , 1997, s. 137-138).
For at opnå en høj validitet i vores speciale har vi forsøgt at foretage så mange interviews som muligt. Dette resultater i, at vi har muligheden for at tjekke og sammenholde svarene op imod hinanden.

1.3.3.1 Kodning

Vores interviewmateriale vil efterfølgende blive kodet, da det er med til at kondensere store mængder data i mindre analytiske afsnit. Ved benyttelsen af kodning opnår man et overblik (et kognitivt landkort), der hjælper med at navigere og forstå nye hændelser i interviewudsagn (Miles et al., 2013).
Efter indsamlingen af interviewdata har vi anvendt en åben kodningstilgang, hvilket gør det muligt for os at udforske, hvad der sker i vores interviews. Ved at anvende denne tilgang medfører det direkte, at vi skal til-

sidesætte vores forståelser og fordomme om dette emne (Miles et al., 2013). Efter transskriptionen, hvor vi er endt med en stor mængde data, har vi i 1. Ordens kodning forsøgt at kondensere vores store mængder data ved hjælp af in vivo-kodning (Miles et al., 2013). Ved denne type af kodning bruger man ord eller små sætninger fra deltagerens eget sprog i datamaterialet til at kode ud fra. Fordelen ved at anvende in vivo-kodning er, at denne kodningsmetode kan anvendes på alle kvalitative studier (Miles et al., 2013). Dette var en brugbar metode for os til at få et godt overblik over tematikkerne i vores 28 interviews. Med vores 1. Ordens kodning på plads bevægede vi os videre ind i 2. Ordens kodning, hvor vi koder efter mønstrer. 2. Ordens kodning handler om at summere data ind i mindre kategorier af temaer. 2. Ordens kodningen gjorde det lettere at se på tværs af cases og data for os, når vi skulle udarbejde vores empiriske undersøgelse (Miles, Hubermann, & Saldana, 2013). Yderligere har 2. Ordens kodning været behjælpelig til at gruppere emner inden for vores problemfelt og derved været med til at skabe en dybere praktisk og teoretisk forståelse. Slutteligt har fordelen ved at kode vores interview været, at vi har sparet en masse tid. Den sparede tid har vi kunne anvende konstruktivt på at fortolke vores empiriske undersøgelse endnu mere.

1.3.4 Spørgeskema

Som en tilføjelse til vores undersøgelsesdesign har vi valgt at inddrage spørgeskema som metode (Bilag 3). Selve spørgeskemaet vil rumme en række essentielle spørgsmål omkring problemstillingen (Kvale S. , 1997). Spørgeskemaet gør det muligt for os at kvantificere respondenternes svar, der ellers vil være besværeligt, hvis vi kun havde anvendt interviews (Kvale S. , 1997). Problemet med spørgeskemaet isoleret er, at man får en kvantificering af respondentens svar, men man får ikke den underliggende ”hvorfor” de siger, som de gør. Omvendt ved interviews får man en masse kvalitativt materiale med respondentens underliggende begrundelser, men uden mulighed for at kvantificere dem efterfølgende (Kvale S. , 1997). Ved at kombinere de to metoder får man det bedste ud af hver metode, og samtidig undgår man de svagheder, som findes ved de to metoder. Ved denne kombination har vi opnået et sæt angivne kvantitative data, som kan bearbejdes via statistiske værktøjer, og samtidig har vi indsamlet svar som er af mere kvalitativ karakter, hvilket gør os i stand til at fortolke på besvarelserne.

Dette undersøgelsesdesign giver en god balance, så vi både opnår kvantitativt svarmateriale samt mere dybdegående interviewsvar (Kvale S. , 1997).

1.3.5 Dataindsamling

Vi har indsamlet en stor volume af akademisk litteratur inden for problemfeltet. Den indsamlede litteratur er ikke fuldt udtømmende, men vi har forsøgt at dække den mest væsentlige akademisk litteratur på området inden for vores problemfeltet. Al denne litteratur har en karakter af sekundær data. Fordelen ved sekundær litteratur er muligheden for at få en stor mængde relevant data. Omvendt kan kvaliteten af denne sekundære data være varierende, og derfor er vi opmærksomme på bias fra respondenten.

Vores interviews har karakter af primære data, som er indsamlet i perioden 1. januar 2019 til 1. marts 2019. De interviews, som vi har foretaget, har en varighed på 30 til 45 minutter. Efterfølgende fortsatte vi med at

transskribere interviewene, og herefter gennem flere læsninger og iterationer kunne vi fremhæve de oftest forekommende temaer og mønstrer.

1.3.6 Verifikation

Andersen (2002, s.119) definerer gyldighed som værende, hvorvidt der er overensstemmelse mellem det teoretiske og den empiriske begrebsplan. Dette kriterium er opretholdt, da der er en sammenhæng mellem vores problemformulering og vores interviewguide. Denne sammenhæng vil føre til besvarelser fra respondenten, som vil være i harmoni med termerne fra litteraturen. Vores undersøgelsesdesign og metodevalg er efter vores opfattelse et godt redskab til at opnå en god sammenhæng imellem de teoretiske termer og den praktiske data. Vores semistrukturerede interviews er med til at skabe den gode kobling, da den giver os muligheden for at spørge ind til de teoretiske termer, og vi har også mulighed for at tilføje mere dybdegående spørgsmål, hvis vi vurderer, at vi ikke har opnået en tilstrækkeligt besvarelse. Den gode sammenhæng imellem teori og empiri indebærer også, at vores undersøgelse er tilstrækkeligt robust, så vi kan komme med valide konklusioner på baggrund af vores analyse.

Vores analytiske resultater skal ifølge Kvale (1997, s. 95) bekræftes i relation til reliabilitet, validitet og generaliserbarhed. Kvale (1997, s.231) skriver, at for at reliabilitetskravet kan opnås, skal resultaterne fra undersøgelsen være sammenhængende. Da vi anvender en semistruktureret interviewguide, har det en naturlig implikation, at alle vores spørgsmål ikke præcist bliver formuleret på forhånd. Ifølge Kvale (1997, s. 231) vil et spørgsmåls formulering have påvirkning på det svar, som en respondent vil give. I forbindelse med vores interviews har vi forsøgt at undgå at anvende ledende spørgsmål. Ud fra den betragtning mener vi ikke, at der er udfordringer i relation til reliabilitet (Kvale S. , 1997).
Validitetskravet vurderer vi også er opfyldt, da vi igennem vores undersøgelsesdesign, som tidligere er blevet beskrevet, undersøger den ønskede problemformulering.

For at vi har mulighed for at foretage en generalisering har vi aktivt forsøgt at afdække markedet, så vi kunne få en stor respondentgruppe. Vi har foretaget 28 semistrukturede interviews, og heraf har 5 kun besvaret vores spørgeskema. Størrelsen på dette datasæt, vurderer vi er tilstrækkelig, hvis vi kigger på markedet for værdiansættelse af vækstselskaber i Danmark. I den empiriske analyse arbejder vi med tre respondentgrupper: venture kapitalfonde, finaniselle rådgivere og private equity. Tilsammen har vi kontaktet 49 respondenter, og disse deler sig på nedenstående måde:

	Finansielle rådgivere	Private Equity	Venture Kapitalfonde	I alt	% af total
Kontaktede	23	11	15	49	100,0%
Negativ respons	7	4	10	21	42,9%
Positiv respons	16	7	5	28	57,1%
Kun spørgeskema	3	1	1	5	10,2%
Antal interviews	13	6	4	23	46,9%

Tabel 1 - Feedback fra respondentgrupperne

De 28 interviews deler på 5 på venture kapitalfonde, 7 på private equity og 16 på finansielle rådgivere. Private Equity investerer normalt i modne selskaber, som har en proven track-record. Derfor har vi haft stor fokus på, hvorvidt private equity fonde skal være en del af vores empiriske undersøgelse. Der kan være en risiko forbundet med at have private equity fonde med i vores datasæt, da de potentielt kan skabe støj i vores datasæt. Vi kan dermed komme frem til utilsigtede konklusioner, hvis vi ikke er påpasselige. Vi har dog beholdt nogle af private equity fondene i vores datasæt. For at kunne argumentere for deres berettigelse i vores datasæt, har vi været inde på hvert af private equity fondenes hjemmeside og læst deres investeringsstrategier igennem for at se, hvorvidt de investerer i vækstselskaber, og om det kan betragtes som growth equity (workhorsegrowth, 2019). Vi har i bilag 1 beskrevet argumentationen omkring, hvorfor vi vurderer, at nogle af private equity fonde har deres berettigelse i vores datasæt.

1.4 Afgrænsning

Vi har i specialet lavet følgende afgrænsninger:

- Skatteelementer.
- Vi kigger ikke på andre modeller end DCF, EVA, relative værdiansættelsesmodeller samt realoptioner.
- Vi kigger ikke på markedet for værdiansættelse af vækstselskaber i udlandet.
- Vi tager kun højde for modellerne Ansoffs vækstmatrice, livscyklusmodellen, værdikædeanalyse, Porter's Diamond, BCG matricen, PEST(EL), Porter's Five Forces og SWOT.
- Test af frameworket vil ikke blive foretaget i opgaven.
- Statistiske test er kun udarbejdet på de prædefinerede respondentgrupper og ikke på fx. køn, alder, erfaring og uddannelsesbaggrund, da dette ikke vil bidrage med yderligere information.
- Statsejede selskaber, da de ikke nødvendigvis har fokus på profitmaksimering.

En dybere undersøgelse af følgende forhold indgår ikke i vores empiriske undersøgelse såsom WACC, likviditetsrabat, terminalværdi, kontrolpræmie og budgetperiodens længde. Begrundelsen for de fravalgte elementer skyldes, at de ligger uden for opgavens fokus. En udvidet forklaring på både værdiansættelsesmodeller og akademiske begreber vil ikke blive gennemgået, da det forventes at modtageren har en generel forståelse for disse.

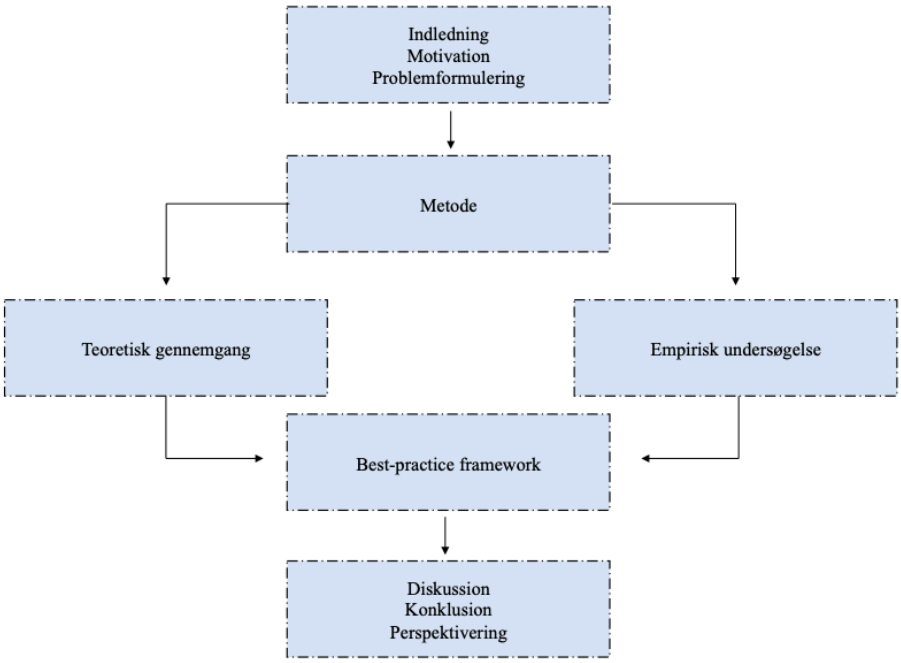
1.5 Definition – Vækstselskab

Et vækstselskab er defineret ved at være indtrådt i selskabets vækstfase (Damodaran, 2010, s. 263). Denne fase ligger efter selskabets start-up fase, som må antages at være den vanskeligste fase i selskabets livscyklus, og det er her, selskabet for alvor begynder at høste fordelene af at have overlevet den tidlige fase (Damodaran, 2010, s. 263). Vækstselskaber har en stor diversitet i størrelse og i forhold til vækstmuligheder og kan spredes ud over mange forskellige brancher/industrier. De deler alligevel nogle fælles karakteristika, som har betydning for måden, hvorpå hvordan man værdiansætter dem. Et vækstselskab er defineret ud fra følgende karakteristika (Damodaran, 2010, s. 266):

- **Dynamiske regnskabstal:** Meget af den information, der anvendes til værdiansættelse af selskaber, kommer fra deres årsregnskaber. Et fælles træk, der kendetegner vækstselskabets årsrapporter, er, at disse regnskabstal er meget fluktuerende. Ikke nok med at tallene fra seneste regnskabsår kan være meget anderledes fra tidligere regnskabsår, så kan tallene også ændre sig drastisk over kortere tidsperioder.
- **Manglende sammenhæng mellem bogført værdi og markedsværdi**: Vækstselskaber, der muligvis er børsnoterede, har en højere markedsværdi end selskabets bogførte værdi. Dette skyldes, at markedet inkorporer værdien af selskabets "growth assets", hvilket ikke medregnes i selskabets bogførte værdi. Endvidere kan markedsværdierne virke uoverensstemmende med selskabets indtægter og indtjening. Mange vækstselskaber kan f.eks. have en markedsværdi i millionklassen, men selskaberne har enten små eller negativ indtjening. Dette skyldes, at de nuværende regnskabstal afspejler selskabets eksisterende investeringer, og disse investeringer udgør kun en ganske lille del af selskabets samlede værdi.
- **Brug af gæld**: Vækstselskaber har en tendens til at bære mindre gæld i forhold til deres indre værdi sammenlignet med modne selskaber i samme branche/industri. Dette skyldes, at vækstselskaberne ikke har de fornødne pengestrømme fra de nuværende aktiviteter til at varetage et større gældsandel.
- **Kort og skiftende markedshistorik**: Vi er afhængige af forskellige markedsinputs i forbindelse med en værdiansættelse, specielt i forhold til risiko f.eks. beta. I vækstselskaber med eksempelvis 4 års historik kan denne data have en lille relevans, da vækstselskabet kan ændre sig markant i denne periode. Den kan f.eks. gå fra et driftstab til driftsresultat og en lille markedsværdi til en stor markedsværdi.

1.6 Disposition

Specialet er opstillet som vist i figuren nedenfor:



Figur 1 - Disposition

Specialet omfatter en behandling af teorien, en empiriske analyse samt et diskussionselement pba. det udledte best-practice framework.

I specialets kapitel II vil udvalgte teorier om værdiansættelse blive drøftet i forhold til fordele og ulemper ved værdiansættelse af vækstselskaber. Kapitlet vil bidrage med viden om de forskellige værdiansættelsesmodeller og strategiske modeller samt styrker og svagheder ved disse modeller. Vi mener, dette kapitel har sin berettigelse, da læseren introduceres for de teoretiske modeller og de termer, som er grundlaget for den empiriske undersøgelse.

I kapitel III vil vi behandle vores indsamlede datasæt til at lave vores empiriske analyse. Kapitlet vil starte med en beskrivelse af undersøgelsen og opstilling af hypoteser, som vil blive anvendt i kapitlet. Efterfølgende vil vi analysere og gennemgå den empiriske undersøgelse. Bidraget fra dette kapitel vil være, at man vil få indsigt i aktørernes tilgang i forbindelse med værdiansættelse, og sammen med den behandlede teori vil disse to kapitler danne fundamentet for vores teoretiske best-practice framework i kapitel IIII.

I kapitel IIII begynder vi med at bestemme krav for, hvad vi mener, der skal til for at skabe et retvisende best-practice framework for værdiansættelse af vækstselskaber. Med baggrund i de udvalgte krav vil vi vurdere de anvendte modeller og resultaterne fra kapitel III og herved udforme et best-practice framework. Kapitlet har sin berettigelse, da kapitlet er med til at generere ny viden på området, som er udviklet pba. kapitel

II og III.

Specialet afsluttes med et kapitel, som indledningsvis vil komme med et diskussionselement samt perspektivering vedrørende anvendelsen af frameworket samt yderligere forskningsmuligheder. Efterfølgende vil vi samle de vigtigste betragtninger i vores speciale i en konklusion som er dannet på baggrund af specialets tidligere kapitler.

Kapitel II - Teori

I dette kapitel vil vi behandle de akademiske modeller, som vi har valgt at medtage i vores analyse. Vi vil her behandle modellernes struktur, antagelser og input behov. Endvidere vil vi behandle, hvilke styrker og svagheder modellerne har i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Francis et al. beskriver, at "*En god værdiansættelsesmodel er kendetegnet ved at give et middelret estimat for værdien af et selskab"* (Plenborg, 2000, s. 245). De strategiske analysemodeller vil på samme måde blive gennemgået på de fire niveauer: selskabets omverden, selskabets markedet, interne analysemodeller samt selskabets styrkeprofil.

2.1 Værdiansættelsesmodeller

2.1.1 DCF-modellen

2.1.1.1 Gennemgang

Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF-modellen) er i praksis en af de hyppigst anvendte modeller i forbindelse med værdiansættelse af selskaber. Den grundlæggende tanke bag DCF er, at værdien af en investeringsmulighed findes pba. nutidsværdien af de forventede pengestrømme som ligger i fremtiden. Beregning af nutidsværdien (NV) af de fremtidige cash flows foretages ved hjælp af formelen (Damodaran, 2002):

$$NV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

I ovenstående formel er n defineret som aktivets levetid, CF_t er cash flowet i periode t og r er diskonteringsrenten, som afspejler risikoen af det estimerede cash flow. Ovenstående formel anvendes til generel beregning af nutidsværdien for aktiver. Ved at flytte grundtanken ved formlen ovenfor til værdiansættelse af selskaber, hvor man skal beregne nutidsværdien af et selskabs fremtidige cash flows, anvender man i stedet de frie pengestrømme (FCF). De frie pengestrømme angiver de pengestrømme, der deles mellem långivere og kapitalejere, og derfor skal de frie pengestrømme tilbageføres med et rentekrav, der afspejler både långivers og ejers risikoopfattelse af disse cash flows (Gruelund & Plenborg, 2002). Selskabets værdi beregnes derfor ved at tilbagediskontere de frie pengestrømme med selskabets WACC ud fra formlen (Gruelund & Plenborg, 2002):

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Selskaber oplever i en periode ofte atypisk høje eller lave vækstrater, som på sigt vil aftage i takt med, at konkurrencen imellem de enkelte selskaber intensiveres. Dette vil tvinge væksten mod et mere naturligt niveau og selskabet over i en periode med en mere konstant udvikling (steady state). Normalt arbejder man ofte med at dele budgettet op i to perioder, en eksplicit budgetperiode på typisk mellem 5 og 10 år og en terminalperiode, hvor selskabet antages at have nået en mere konstant udvikling (Gruelund & Plenborg, 2002). I budgetperioden estimeres det frie cash flow år for år, hvilket afspejles i ovenstående formel. I terminalperio-

den estimeres det frie cash flow kun for første år. Grunden til, at der kun behøves et estimat for første år i terminalperioden, skyldes antagelsen om konstant udvikling. Når terminalværdien medregnes, estimeres selskabets værdi ved hjælp af formlen (Gruelund & Plenborg, 2002):

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Selskabets egenkapitalsværdi beregnes ved at fratrække selskabets nettorentebærende gæld.

2.1.1.2 Styrker og svagheder

En af grundene til, at DCF-modellen blandt finansielle rådgivere, konsulenter osv. er et populært redskab til værdiansættelse, er, at DCF'en ikke er afhængig af anvendt regnskabskriterier, som er et kritikpunkt hos andre værdiansættelsesmodeller som f.eks. multipelbaserede værdiansættelsesmodeller, som er afhængige af valgt regnskabspraksis (Gruelund & Plenborg, 2002). Endvidere tager DCF-modellen højde for tidsværdien af penge, hvilket betyder, at modellen tillægger de tidlige cash flows størst vægt og kun mindre vægt på de cash flows, som ligger længere fremme i tiden (Herbst, 2002). I modellen indgår samtidig alle kommende cash flow, og der tages derfor ikke højde for, om cash flowet har et positivt eller negativt fortegn. Kigger vi på en model som renten (IRR), kan varierede fortegn i cash flowet bevirke at der forekommer mere end en rente afhængig af, hvornår cash flowene ligger (Herbst, 2002). Blandt andre styrker kan også nævnes DCF-modellens nemme anvendelighed, når først det fremtidige cash flow er budgetteret. Modellen er samtidig letforståelig, hvilket gør det nemt at kommunikere, hvordan man er noget frem til den estimerede værdi. DCF-modellen kan anvendes til både at værdiansætte individuelle projekter, forretningsenheder samt hele selskaber, hvilket gør modellen meget fleksibel (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015).

På trods af, at DCF-modellen er en af de mere velsete modeller inden for værdiansættelse, og modellen har mange fordele indbygget, så findes der også elementer i modellen, som kan antages at være uhensigtsmæssige. Det kan bl.a. nævnes, at specielt terminalværdien har stor betydning, når DCF-modellen anvendes til at værdiansætte et selskab. I faglitteraturen er der en generel enighed om dette, og Elling (1999) vurderer bl.a., at 60-70% af værdien stammer fra terminalværdien (Møller, 2005, s. 21). At terminalperioden har så stor indflydelse på den estimerede værdi må betragtes som værende uhensigtsmæssig. I forbindelse med at estimere værdien i terminalperioden er det vigtigt, at alle budgetvariabler udvikler sig konstant, da dette er en underliggende antagelse (Gruelund & Plenborg, 2002). Der vil dog ligge en øget usikkerhed omkring estimeringen af budgetvariablerne, da disse ligger længere ude i fremtiden end budgetvariablerne i budgetperioden. Det er endvidere også svært at forestille sig, at selskabet igennem resten af sin levetid vil følge en steady state udvikling, som er karakteriseret ved en konstant udvikling i: Return On New Invested Capital (RONIC), Forrentningen af den investerede kapital i budgetperiodens sidste år, vækst og investeringsraten (Møller, 2005). Modellen er også meget kompleks og meget tidskrævende.

Det gælder for DCF-modellen som for alle andre værdiansættelsesmodeller, at outputtet er afhængig af kvaliteten af inputtet i modellen. Her kan bl.a. nævnes vigtigheden af korrekte cash flow estimater og korrekt tidsmæssig placering af disse estimater. Et yderligere kritik, som kan tilskrives DCF-modellen er, at modellen er betinget af den anvendte diskonteringsrente. Hvis ikke estimatet af de vægtede kapitalomkostninger er estimeret så præcis som muligt, ville dette føre til, at den estimerede værdi af de fremtidige cash flow vil være forkert beregnet (O. Elling et al., 1998).

2.1.2 EVA-modellen

2.1.2.1 Gennemgang

EVA-modellen er en ækvivalent model til DCF-modellen, som givet de samme budgetforudsætninger vil give den samme værdisætning. Til forskel fra DCF-modellen anvender EVA-modellen begreber såsom ROIC og investeret kapital, som indgår i stedet for det frie cash flow, når værdien af selskabet skal estimeres (Gruelund & Plenborg, 2002). Modellen angiver ligeledes som DCF-modellen et middelret værdiestimat af selskabet (Plenborg, 2000). Estimatet af en selskabsværdi beregnes igennem en to-periodisk EVA-model, som vises ud fra følgende formel (Gruelund & Plenborg, 2002):

$$EV_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{(ROIC_t - WACC) * kap_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{(ROIC_{n+1} - WACC) * kap_n}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Den to-periodiske EVA-model indeholder tre led: den investerede kapital fra det sidste finansielle år, nutidsværdien af EVA's i budgetperioden og nutidsværdien af EVA's i terminalperioden (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Selskabets egenkapitalsværdi beregnes ved at fratrække selskabets nettorentebærende gæld.

2.1.2.2 Styrker og svagheder

En af fordelene ved at anvende EVA-modellen er, at modellen hviler på forudsætningen om, at totalindkomstbegrebet bliver benyttet i budgettet. Dette vil sige, at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen i budgetperioden. Hvis denne forudsætning overholdes, bliver EVA-modellen ufølsom over for valg af indregningsmetoder og regnskabsprincipper (Gruelund & Plenborg, 2002). En anden fordel ved modellen er, at den angiver, hvorvidt der tilføres eller ødelægges en merværdi. Hvorvidt selskabet kan skabe en ROIC, som tilføjer værdi for kapitalejerne, ses på spredningen mellem ROIC og WACC. I forhold til DCF-modellen viser EVA-modellen, om spredningen skaber merværdi i relation til WACC'en, hvorimod DCF-modellen kun viser, om selskabets fremtidige cash flows er positive eller negative. DCF-modellen viser altså, hvordan likviditeten udvikler sig i det enkelte selskab, hvor EVA-modellen viser, hvornår selskabet skaber værdi til aktionærerne (Møller, 2005).

Kigger vi på svaghederne i forhold til EVA-modellen, gælder det ligeledes for EVA-modellen som for DCF-modellen, at værdiestimatet af selskabets værdi ikke er bedre end det input, som indgår i modellen. For at EVA-modellen kan anvendes, er det som for DCF-modellen nødvendigt at udarbejde et udførligt budget

(Gruelund & Plenborg, 2002). Dette kan som for DCF-modellen medføre en stor grad af usikkerhed, hvis der ikke kan opstilles realistiske estimater for modellens inputfaktorer. Hvis inputfaktorerne ikke er realistiske vil dette give et forkert værdiestimat af selskabets værdi. Terminalperioden er ligeledes et usikkert forhold i EVA-modellen. Som tidligere nævnt siger den økonomiske teori, at konkurrencen på langt sigt vil eliminere atypisk høje afkast (positive EVA), og det vil derfor sjældent være, at selskabet indgår en periode med konstant udvikling (steady state) i de underliggende faktorer samt positiv EVA (Gruelund & Plenborg, 2002). Det kan til sidst tilskrives, at EVA-modellen blandt praktikere er mindre anvendt og kendt.

2.1.3 Relative værdiansættelsesmodeller (Multipler)

2.1.3.1 Gennemgang

De relative værdiansættelsesmodeller, nærmere kendetegnet som multipler, er et populært redskab blandt praktikerne i forbindelse med værdiansættelse af selskaber (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Ved anvendelse af de relative værdiansættelsesmetoder estimeres selskabets værdi ud fra selskabets nøgletal ganget med en multipel fra en sammenlignelig "peer-group". At udvælge en korrekt 'peer group' er væsentlig i forbindelse med at komme frem til en fornuftig værdiansættelse ved hjælp af multipler. Man anvender ofte en gruppe på mellem 8 og 15 sammenlignelige selskaber og tager herefter udgangspunkt i den gennemsnitlige multipel af de sammenlignelige selskaber. Sammenlignelige selskaber er karakteriseret ved at konkurrere inden for det samme marked med lignende produkter og services (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). Kigger vi mere underliggende på de forskellige multipelmetoder, indeholder modellerne også forskellige krav til definitionen på sammenlignelige selskaber. En værdiansættelse, som tager udgangspunkt i egenkapitalbaserede multipler, kræver f.eks., at de sammenlignelige selskaber har identiske forventede vækstrater, risiko og rentabilitet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Som nævnt ovenfor er en værdiansættelse ved hjælp af de relative værdiansættelsesmodeller baseret på en sammenligning af regnskabstal selskaberne imellem. Et kriterium er dermed, at de sammenlignelige selskaber benytter samme regnskabsprincipper og regnskabsmæssige skøn. Hvis dette krav ikke er opfyldt, vil det forårsage støj i forbindelse med værdiansættelsen. Flere faktorer som normalisering af indtjeningen, brugen af nuværende kontra forventede indtjeninger, anvendelse af gennemsnitsmål og påvirkningen ved handel af en majoritetsandel af selskabets værdi er endvidere fokusområder, som aktøren bør tage i betragtning (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Der findes en lang række forskellige multipler, som kan anvendes i forbindelse med værdiansættelse af et selskab. Nogle af de mest kendte multipler inden for de relative værdiansættelsesmodeller er bl.a. Price/Earnings, Kurs/Indre værdi, Enterprise value/EBIT, Enterprise value/EBITDA og Enterprise value/omsætning. En værdiansættelse baseret på en multipel metode kan bl.a. estimeres på følgende måde (Gruelund & Plenborg, 2002):

$$Estimeret\ værdi\ af\ EK = \frac{P}{E} * Ordinært\ resultat\ efter\ skat$$

Her ses det, at det ordinære resultat efter skat multipliceres med den gennemsnitlige P/E multipel fra din peer-group.

2.1.3.2 Styrker og svagheder

En af de største styrker ved at anvende multipelbaseret værdiansættelsesmetoder er, at modellen i sig selv er ganske simpel. En værdiansættelse foretaget på baggrund af en multipelbaseret værdiansættelsesmodel og ud fra sammenlignelige selskaber kan udføres ud fra færre antagelser og er hurtigere at udføre end f.eks. en DCF-model. Dette kan afspejles i, at det ikke er nødvendigt med et budget. Endvidere kan de relative værdiansættelsesmodeller være nemmere at forstå og forklare over for kunder. Multiplerne reflekterer også i højere grad det nuværende niveau på markedet, da de forsøger at måle den relative værdi frem for den indre værdi. Dette er med til, at de relative værdiansættelsesmodeller vil komme med værdier, der er tættere på markedsværdien end f.eks. en DCF-model (Damodaran, 2002). Det er et kriterium, at det anvendte nøgletal i relation til multipelbaseret værdiansættelse afspejler den fremadrettet indtjening i selskabet, da denne ellers ikke vil være gyldig. For selskaber, som er nået ind i steady state, kan dette godt være opfyldt i regnskabstallene, men det kan dog diskuteres, hvorvidt eller hvor mange vækstselskaber der er nået ind i denne fase.

Hvis vi omvendt kigger på nogle af svaghederne, som relaterer sig til de relative værdiansættelsesmodeller, kan vi først og fremmest nævne usikkerheden omkring, hvorvidt nøgletallet, som anvendes, egentlig er repræsentativt for selskabets kommende indtjening. Dette medfører en usikkerhed omkring den estimerede værdi af selskabet. En anden svaghed forbundet med multipler er usikkerheden i forbindelse med at finde en nøjagtig peer-group, som kan anvendes i forbindelse med at finde en gennemsnitlig multipel. Som nævnt tidligere i kapitlet er det en væsentlig faktor, at de sammenlignelige selskaber er repræsentative, da der ellers vil forekomme støj, og aktørens værdiansættelse vil være ukorrekt (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). Det kan dog være svært at finde nøjagtige sammenlignelige selskaber, som opfylder kriterier som samme branche, samme produkter, vækst, rentabilitet, regnskabspraksis, regnskabskvalitet og risiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Specielt for unge og disruptive selskaber. Det kan også være en svaghed, at de relative værdiansættelsesmodeller reflekterer markedsværdien, da dette kan resultere i værdier, der er for høje, når markedet overestimerer værdien af de sammenlignelige selskaber, og omvendt resultere i værdier, der er for små, når selskaberne bliver underestimeret (Damodaran, 2002).

2.1.4 Realoptionsteorien

2.1.4.1 Gennemgang

Realoptionsteorien bygger på, at aktøren identificerer realoptioner, som ligger i selskabet, hvorefter disse værdiansættes.

De fremtidige muligheder, der ligger i selskabet, har derved en stor indflydelse på selskabet værdi, når realoptionsteorien benyttes som værdiansættelsesmodel. Kigger vi på teorien i forhold til eksempelvis DCF-modellen, er fokus her rettet mere imod de økonomiske resultater, som fremtidige beslutninger vil levere, hvorimod fokusområdet i DCF-modellen ligger i forhold til budgettering af selskabets nuværende drift. Der findes en række forskellige realoptioner, som kan inddrages i værdiansættelsesprocessen. Eksempelvis kan nævnes optionerne til at stoppe et projekt, som indeholder dårlige nyheder eller leverer dårlige resultater, samt optionerne til udsætte eller vente med at foretage flere investeringer for så at håbe på, at markedet vil udvikle sig attraktivt. Endvidere vil optionerne til at udsætte give aktøren mulighed for at afdække markedet endnu mere for derved at opnå en større viden. Optioner til at udvide sin investering i eksempelvis produktionen kan sluttelig nævnes (Damodaran, 2010).

Der findes flere modeller til prisfastsættelse af optioner som for eksempel binomialmodellen og Black-Scholes modellen. Black-Scholes modellen er den mest anvendte og anerkendte af de to modeller. Modellen er vist ud fra følgende formel (Damodaran, 2010, s.140):

$$Value\ of\ Call = S * N(d_1) - K * e^{-rt} * N(d_2)$$

Hvor

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma * \sqrt{t}}$$

Og

$$d_2 = d_1 - \sigma * \sqrt{t}$$

Inputfaktorerne i Black-Scholes modellen er det bagvedliggende aktiv (S), strike price (K), variansen (σ^2), den risikofri rente (r) og optionens udløbstidspunkt (t).

2.1.4.2 Styrker og svagheder

En styrke ved at anvende realoptionsteorien i forbindelse med en værdiansættelse er, at man i værdiansættelsen ”fanger” værdien, der ligger i de fremtidige muligheder, der er åbne for selskabet. Denne fleksibilitet er værdifuld og bør have en positiv indflydelse i forbindelse med værdiansættelsen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Ved at ”opfange” værdien af selskabets fremtidige potentiale kan aktøren vurdere selska-

bets værdi, såfremt dette potentiale udnyttes. Dette potentiale kan for eksempel være at udvide sine investeringer, udsætte sine investeringer for at se markedet an eller helt stoppe projekter og investeringer, som er urentable. Denne fleksibilitet kan sættes sammen med, at selskabet værdiansættes på baggrund af, hvilket potentiale selskabet har for at blive mere værd i værdi via til og fravalg af de muligheder, der er for selskabet. Ser vi på denne tilgang, hvor værdiansættelsen tager udgangspunkt i en værdiansættelse af selskabets fremtidige muligheder, så differentierer denne teori sig for modeller som DCF-modellen og EVA. At værdien af selskabet estimeres på baggrund af den fleksibilitet, der ligger i selskabet, samt værdien, selskabet har potentiale til at opnå, er en fordel for vækstselskaber. Styrken ved realoptionsteorien for vækstselskaber ligger i, at det er de fremtidige tiltag, der skaber værdien, og vækstselskaber har sjældent retvisende regnskabstal for selskabets fremtidige udvikling (Damodaran, 2010).

På trods af, at der findes en række styrker ved anvendelse af realoptionsteorien i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber, findes der ligeledes en række svagheder, som aktøren skal være opmærksom på. Ved anvendelse af Black-Scholes modellen flyttes aktørens fokus fra inputvariable som nøgletal og værdi drivere til anvendelse for værdiansættelsen, til i stedet at være rettet mod inputvariabler, som er gældende i Black-Scholes model for prisfastsættelse af optioner. Inputvariablerne, som indgår i Black-Scholes modellen, kan være svære at estimere, da inputvariablene kan være svære at fremskaffe og ofte kan indeholde støj. Endvidere kan inputvariablerne også nemt manipuleres og er derfor ofte vilkårligt bestemt (Damodaran, 2010). Værdien af det underliggende aktiv (S) kan eksempelvis være svær at vurdere korrekt, da aktivet oftest ikke er en handlet vare, hvor prisen kan observeres som for eksempel listede optioner og handlede aktier. Det antages også, at variansen på det underliggende aktiv er kendt og relativt konstant henover optionens udnyttelsestid. Denne antagelse gælder givetvis for mere modne og noterede selskaber. Ser vi i stedet på investeringer foretaget af vækstselskaber og unge iværksætterselskaber, vil disse ofte indeholde en større risiko, hvilket er ensbetydende med en større varians på det underliggende aktiv, og denne kan ikke forudsættes at være konstant over aktivets levetid. En af de centrale karakteristika ved realoptioner er, at optionen oftest kun kan exercises inden for et bestemt tidsrum. Forhold omkring et givent selskab kan derfor medvirke til, at det kun er inden for visse exercise-vinduer, at optionen reelt set har en værdi (Damodaran, 2010).

Det kan til sidst medtages, at der potentielt skal være mulighed for, at realoptionen bliver exerciset for, at den har nogen værdi. I selskaber kan der forekomme realoptioner, der reelt set udgør en merværdi, men hvis ledelsen ikke kan formå at se og udnytte optionen, har denne ingen værdi. Dette gælder ligeledes, hvis selskabets ledelse ikke ønsker at udnytte optionen. Realoptioner er kun aktuelle, hvis ledelsen kan se og udnytte disse.

2.2 Inputvariable

Det er angivet i de forrige afsnit, at den estimerede værdi af et selskab ud fra de fire ovenstående modeller ikke er kvalitetsmæssig bedre end de input, der indgår i modellerne. Dette betyder, at hvis der er usikkerhed forbundet med inputfaktorerne, så vil denne usikkerhed også afspejle sig, når selskabets værdi estimeres. I modeller som DCF-modellen og EVA-modellen, hvor der anvendes budgetterede inputfaktorer, mener vi, at det for et selskab med en længere levetid må være nemmere at estimere disse inputfaktorer. Dette mener vi på baggrund af, at det må være lettere at identificere en trend i selskabets historiske udvikling, og derved vil det være lettere at udarbejde en realistisk budgetopstilling. I dette afsnit vil vi gennemgå relevant litteratur, som vedrører inputfaktorerne, og vi vil kigge på, hvordan disse kan være besværlige at fremskaffe i forbindelse med vækstselskaber.

2.2.1 Analysemodeller til strategisk analyse

Vi vurderer en dybdegående strategisk analyse som værende et væsentligt element i en værdiansættelsesproces. Dette mener vi specielt gælder i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber, hvor der kun vil være få eller meget volatile regnskabstal til rådighed. Den strategiske analyse er med til at identificere selskabets finansielle værdidrivere samt de risikofaktorer, som er forbundet med selskabets primære aktivitet. Analysen identificerer hermed de faktorer, der primært påvirker værdien af selskabet. Ved at identificere selskabets finansielle værdidrivere og risikofaktorer kan aktøren vurdere bæredygtigheden af selskabets nuværende rentabilitet og foretage realistiske antagelser over den fremtidige rentabilitet og eventuelle værditilvækst. Det vil ud fra dette være muligt at vurdere, hvor attraktivt selskabet er at investere i (Sørensen, 2012).

Vi vil nu gennemgå nogle af de mest anerkendte modeller inden for strategisk analyse. Modellerne er med til at belyse selskabets strategiske position i forbindelse med en værdiansættelse.

2.2.1.1 Analysemodeller til selskabets omverden

PEST(EL)

En omverdensanalyse omfatter ofte en PEST(EL)-analyse, som bidrager til at analysere selskabets makromiljø. PEST(EL) er en forkortelse for politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold (Sørensen, 2012). De politiske forhold indeholder faktorer som skatte- og afgiftspolitik, rente- og pengepolitik, virkninger af internationalt samarbejde og social- og velfærdspolitik. Disse faktorer giver et indblik i, hvorvidt de politiske forhold er med til at skabe fordelagtige forhold eller omvendt. De økonomiske forhold omfatter eksempelvis vækstrate for BNP, national og international lønudvikling, renteudvikling og valutakurser, arbejdsløshed, befolkningsvækst og aldersprofil, geografisk spredning og mobilitet. Sociokulturelle forhold indeholder faktorer som indkomstfordeling, forbrugervaner og livsstil, uddannelsesniveau, fritid og arbejdsliv. De teknologiske forhold er faktorer som nye patenter og licenser, nye produktionsteknologier, forskningsressourcer og uddannelsesinstitutioner. Miljømæssige forhold, som i dag er et stort fokusområde, omfatter energipolitik, miljøbeskyttelse, affaldshåndtering og knaphed på

naturressourcer, og til sidst omfatter modellen de lovgivningsmæssige forhold, som indeholder monopol- og kartellovgivning, arbejdsmarkedslovgivning og patentlovgivning (Sørensen, 2012). Det er vigtigt for selskabet at analysere, hvordan disse faktorer udvikler sig, og hvordan denne udvikling påvirker et givent selskab. Det er væsentligt, at man i sin PEST(EL) analyse lægger vægt på at identificere de faktorer, der har den største indflydelse på selskabet, såkaldte key drivers, da man ellers kan blive oversvømmet af mindre betydningsfuldt data (Johnson et al., 2008).

Porter's Diamond

Porter's Diamond er med til at belyse de konkurrencemæssige fordele og forskelle, der ligger i et givent land og lande i mellem. Modellen viser, hvordan en regering kan bistå som katalysator i forbindelse med at forbedre et lands position i et kompetetivt økonomisk miljø (Investopedia, 2019). Modellen består af fire faktorer, som Porter mener (Investopedia, 2019) har indflydelse på landets relative konkurrencesituation. De fire faktorer er 1: firma strategi, struktur og rivalisering, 2: relaterede understøttende industrier, 3: efterspørgselsforhold og 4: faktorforhold. Firma strategi, struktur og rivalisering refererer til det faktum, at konkurrence leder til, at selskaberne skal være effektive, finde nye måder at øge produktionen på og innovative i forhold til at udvikle nye teknologier. De relaterede understøttende industrier refererer til upstream og downstream industrier, der fremmer innovationen ved at udveksle ideer. Efterspørgselsforhold referer til, hvor stor efterspørgslen er, samt hvor stor kundebase der er for produktet. Den sidste faktor, som ifølge Porter's teori (Investopedia, 2019) er den vigtigste, er faktorforhold. Faktorforhold er elementer, som Porter mener, (Investopedia, 2019) et lands økonomi kan skabe for sig selv. Dette omfatter bl.a. en stor pulje af faglært og kvalificeret arbejdskraft, teknologisk innovation, infrastruktur og innovation (Investopedia, 2019).

Delkonklusion på selskabets omverden

Begge modeller bidrager til at danne et overblik over de eksterne og nationale faktorer, der påvirker et selskab. Både PEST(EL) analysen og Porter's diamond har fokus på selskabets omverden, så det er vores indtryk, at PEST(EL) analysen fokuserer mere på selskabets makromiljø, hvorimod Porter's diamond fokuserer på faktorer, der ligger tættere på det enkelte selskab. Her kan bl.a. nævnes faktorerne efterspørgselsforhold og relaterede understøttende industrier. I PEST(EL) analysen er faktorforholdene gennemgået mere eksplicit end i Porter's diamond. Dette mener vi er en af styrkerne ved PEST(EL) analysen.

2.2.1.2 Analysemodeller til selskabets marked

Porter's Five Forces

I forbindelse med at vurdere rentabiliteten og rivaliseringen i industrien har vi medtaget Porter's Five Forces. Den gennemsnitlige rentabilitet og attraktivitet er ifølge Porter påvirket af de fem konkurrencekræfter: rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder, truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter, leverandørenes forhandlingsstyrke og kundernes forhandlingsstyrke (Sørensen, 2012). De fire sidstnævnte konkurrencekræfter definerer rivaliseringen mellem de eksisterende virksomheder. Truslen fra substitue-

rende produkter er stor, hvis branchen har en relativt lille indgangsbarriere. Med en lille indgangsbarriere er det nemmere for nye aktører at komme ind på markedet. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes ud fra alternative muligheder, samt hvorvidt branchen består af få store kunder elle mange små. Dette er også gældende for leverandørenes forhandlingsstyrke, da magtfulde leverandører kan begrænse prissætningen og marginerne og dermed indtjeningen i branchen (Sørensen, 2012). Den sidste konkurrencekraft, der påvirker rentabiliteten og rivaliseringen i en branche er substituerende produkter. Denne konkurrencekraft bliver påvirket af, i hvor høj grad kunderne kan substituere produktet med et andet produkt.

Delkonklusion på selskabets marked

Porter's Five Forces hjælper aktøren med skabe et overblik over konkurrencesituationen og rentabiliteten i branchen. Modellen består af centrale konkurrencekræfter, som hver påvirker konkurrencesituationen. Porter's Five Forces er en anerkendt model og er meget udbredt inden for markedsanalyse. Vi har en stor forståelse for anerkendelsen, da modellen skaber et godt overblik. Det kan endvidere nævnes, at modellen er forholdsvis nem at benytte. Modellen er dog relativt statisk, hvilket kan være et af kritikpunkterne for modellen.

2.2.1.3 Interne analysemodeller

Når der er foretaget en analyse af selskabets omverden og markedet, skal der endvidere foretages en strategisk analyse af det selskab, man ønsker at værdiansætte. Den interne strategiske analyse foretages på baggrund de modeller, som vi nu vil gennemgå, eller en kombination af dem.

Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen består af en række primære aktiviteter, som er direkte berørt af fremstilling og levering af et produkt eller tjenesteydelse. For at kunne udføre de primære aktiviteter kræves der en række støtteaktiviteter. Støtteaktiviteterne hjælper med at forbedre effektiviteten af de primære aktiviteter. De primære aktiviteter i værdikæden består af de fem aktiviteter: indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg og service. Støtteaktiviteterne består af de fire aktiviteter: virksomhedens infrastruktur, ledelse af personelle ressourcer, teknologisk udvikling og indkøb til værdikæden (Sørensen, 2012). Værdikædeanalysen anvendes bl.a. af analytikere med det formål at finde ud af, hvor i selskabets værdikæde, der skabes værdi.

Livscyklusmodellen

Livscyklusmodellen er en analysemodel, der både kan anvendes til at analysere selskabet og dets produkter. I modellen gennemgår både selskaber samt produkter traditionelt set fire stadier i løbet af deres levetid. Livscyklusmodellens består af følgende fire faser: introduktionsfase, vækstfase, modningsfase og nedgangsfase. I introduktionsfasen introduceres produktet (Sørensen, 2012). Fasen er kendetegnet ved en lille, men begyndende vækst. Herefter indtræder produktet i vækstfasen, som er karakteriseret ved høj vækst. Produktet har nu overlevet introduktionsfasen og vist sig at være levedygtigt. I modningsfasen er markedsvæksten aftagen-

de. Dette skyldes bl.a., at rivaliseringen intensiveres. Den sidste fase i livscyklusmodellen er nedgangsfasen. Denne fase er kendetegnet ved faldende salg og hård konkurrence (Sørensen, 2012). Modellen kan være med til at identificere, hvilken fase produktet eller selskabet befinder sig i, og dermed hvilken vækst man kan forvente i fremtiden. Ofte vil et selskab forsøge at undgå nedgangsfasen ved at produktudvikle eller på anden vis være innovativ for at få vendt tendensen.

Ansoffs vækstmatrice

Ansoffs vækstmatrice fokuserer primært på selskabets produkter. Modellen lægger vægt på forskellige vækststrategier, som kan være med til at øge væksten. Modellen sondrer imellem nuværende og nye produkter og markeder (Sørensen, 2012). De fire vækststrategier er: markedspenetration, som omhandler opnåelse af en større markedsandel med det nuværende produkt på det nuværende marked, markedsudvikling, som består i, at man tager det nuværende produkt og flytter det til et nyt marked for at opnå vækst, produktudvikling, der er karakteriseret ved, at man på det nuværende marked indfører et nyt produkt, og til sidst har vi vækststrategien diversifikation, som er kendetegnet ved, at man tager et nyt produkt med ud på et nyt marked (Sørensen, 2012).

BCG matricen

Boston Consulting Group har udviklet modellen BCG-matricen, som deler selskabets produkter i fire faser. De fire faser er henholdsvis "hund", "cash cows", "stjerne" og "spørgsmålstegn" (Sørensen, 2012). Kendetegnet ved et produkt, der er karakteriseret som hund, er en lav markedsandel og lav markedsvækst. Et produkt, der er karakteriseret som "cash cow", har en høj markedsandel, men lav markedsvækst. Produkter karakteriseret som "cash-cow" bliver ofte brugt til at finansiere nye forretningsmuligheder. En stjerne er et produkt, der både oplever høj vækst samt har en høj markedsandel. Til sidst har vi "spørgsmålstegnet", som er et produkt, der er karakteriseret ved en lav markedsandel, men som omvendt oplever høj vækst. Modellen er med til at klassificere selskabets produktportefølje og danner derved et overblik over, hvilke produkter selskabet bør satse på, og hvilke selskabet bør se bort fra (Sørensen, 2012).

Opsummering på interne analysemodeller

Kigger vi først på de interne analysemodeller, bidrager alle de gennemgåede modeller med værdifulde informationer. Kigger vi først på værdikædeanalysen, kan denne hjælpe os med at finde frem til, hvor i selskabet der skabes værdi. Dette kan være behjælpeligt i forhold til, hvor selskabet skal allokere sine ressourcer. Flytter vi opmærksomheden over på de mere produktspecificerede modeller, så hjælper livscyklusmodellen med at identificere, hvilken vækst selskabet kan forvente. Kigger vi på BCG-matricen bidrager denne model til at identificere, hvilke produkter selskabet bør satse på, og hvilke den bør overveje at udfase. Til sidst viser Ansoffs vækstmatrice, hvilke strategiske muligheder selskabet har i forbindelse med at opnå en højere vækst.

2.2.1.4 Selskabets styrkeprofil

De tre ovennævnte analyseniveauer er alle med til at belyse selskabets både nuværende situation og fremtidige muligheder. Konklusionerne fra de enkelte analysemodeller kan opsamles i en SWOT-analyse, som opsummerer selskabets stærke og svage sider samt muligheder og trusler. Selskabets styrkeprofil bliver herved belyst igennem den opsamlende SWOT-analyse.

2.3 Modellernes input behov

2.3.1 Diskonterede cash flow model

Den tilbagediskonterede cash flow model tager i modellens tæller afsæt i selskabets frie cash flow til selskabet (FCF). Nøgletallet FCF kan udregnes på den måde, som er vidst i nedenstående tabel (Damodaran, 2002).

EBIT (1-skatteprocent)
+ Afskrivninger
- Anlægsomkostninger
- Ændringer i arbejdskapitalen
= FCFF (Free cash flow to firm)

Tabel 2 - FCFF (Kilde: Damodaran, 2002)

Ud fra ovenstående kan det ses, at inputfaktorer som EBIT, skatteprocenten, afskrivninger, anlægsomkostninger og ændringer i arbejdskapitalen er input, der skal udarbejdes, før at de frie pengestrømme kan anvendes i en DCF-model. For at estimere FCFF beregnes først selskabets EBIT, som udregnes som omsætning gange med EBIT-marginen i procent. Herefter ganges EBIT med skattesatsen for at finde NOPAT. Skattesatsen er bestemt ud fra den til enhver tid bestemte selskabsskattesats. Efterfølgende tillægges afskrivningerne, som er bestemt ud fra selskabets investeringer i anlægsaktiver og selskabets afskrivningsprofil, som vil være defineret ud fra den regnskabsjuridiske litteratur. Forskydningen i arbejdskapitalen skal enten tillægges eller fratrækkes for at finde de frie cash flow. Ligeledes fratrækkes de årlige anlægsinvesteringer (CAPEX).

I modellens nævner, skal kalkulationsrenten, WACC, estimeres, før at en værdiansættelse ud fra DCF-modellen kan foretages. Afkastkravet vil i et senere afsnit blive behandlet.

I forbindelse med at estimere inputfaktorerne i modellen kan forskellige strategiske analyser anvendes til at mindske usikkerheden omkring estimaterne. Til estimering af EBIT, hvor omsætningen skal fastlægges, kan eksempelvis PEST(EL) analysen bidrage til en undersøgelse af de sociokulturelle og økonomiske faktorer i selskabets omverden. Dette er begge faktorer, der kan have en indflydelse på selskabets omsætning. Modellen kan eksempelvis give aktøren et indblik i den disponible indkomst, som er til rådighed hos kunderne. Ligeledes kan livscyklusmodellen klarlægge hvilket stadie i livscyklusmodellen selskabets produkter ligger, hvilket også kan være behjælpelig ved prisfastsættelse af produktet. Porter's Five Forces kan endvidere være med til at klarlægge, hvor stor indflydelse selskabet selv har på prisfastsættelsen, eller om selskabet på dette

punkt kan blive presset af henholdsvis kunder og leverandører.

Ved estimering af den mere kvantitative side af salget vil aktøren ligeledes kunne tage udgangspunkt i en omverdensanalyse. Aktøren kan ved hjælp af PEST(EL)-analysen klarlægge sociokulturelle faktorer som forbrugsmønstre og trends, som giver aktøren et indblik i, om selskabets produkter matcher disse. Endvidere kan Porter's Diamond være behjælpelig i forhold til analyse af det nationale efterspørgselsforhold på hjemmemarkedet, hvilket kan være med til at indikere den potentielle afsætning, som ligger i dette marked. Livscyklusmodellen kan ligeledes igen anvendes til estimering af selskabets forventede afsætning. Dette afhænger nemlig af, hvilket stadium i livscyklusmodellen selskabets produkt befinder sig. BCG-matricen samt Porter's Five Forces kan endvidere bidrage til estimering af den forventede afsætning. BCG-matricen giver selskabet et overblik over produktets rolle og placering i selskabet. Porter's Five Forces giver et overblik over konkurrenceintensiteten på markedet fra blandt andet truslen fra nye udbydere. Dette har også en indflydelse på selskabets afsætningsmuligheder, da en branche, der oplever en stærk konkurrence ofte vil opleve, at dette påvirker selskabets afsætning. Værdikædeanalysen, som er en del af den interne analyse, kan afdække, hvori selskabet der tilføjes den største merværdi og afdække de omkostninger, der forbundet til selskabets forskellige processer. Endvidere kan PEST(EL) modellen yderligere bidrage til at afdække den teknologiske udvikling i selskabets omverden, hvilket kan medvirke til at skabe yderligere transparens af prisen på de respektive inputs.

Ved anvendelse af DCF-modellen skal arbejdskapitalen ligeledes udarbejdes. Arbejdskapitalen er afledt af omsætningen som det underliggende aktiv. Endvidere påvirkes selskabets arbejdskapital af de aftaler, selskabet har med leverandører og kunder. Forhold som leverandører og kunder bliver også dækket igennem markedsanalysen Porter's Five Forces, som indeholder leverandørernes forhandlingsstyrke samt kundernes forhandlingsstyrke.

2.3.2 Economic Value Added-modellen

I forbindelse med en værdiansættelse baseret på EVA-modellen er det nødvendigt at have estimater for inputfaktorerne ROIC, NOPAT, investeret kapital og WACC'en. NOPAT estimeres ved hjælp af formlen (Petersen & Plenborg, 2005):

Nettoomsætning
- Produktionsomkostninger
= Bruttoresultat
-Distributionsomkostninger
-Administrationsomkostninger
=EBITDA
-Afskrivninger og nedskrivninger
=EBIT
- Skat af EBIT
= NOPAT (Resultat af primær drift efter skat)

Tabel 3 - NOPAT (Kilde: Petersen & Plenborg, 2005)

Herefter estimeres ROIC ved at dividere NOPAT med den investerede kapital (Se tabel 4). Det kan dermed udledes, at de samme bagvedliggende værdidrivere, der skal bestemmes for henholdsvis DCF-modellen og EVA-modellen. De samme strategiske analysemodeller kan derfor anvendes ved estimering af inputfaktorer til EVA som for DCF. Den investerede kapital skal ligeledes bestemmes i forbindelse med at beregne EVA, og Petersen og Plenborg (2005) angiver metoder til at fremskaffe den estimerede værdi af den investerede kapital:

Immaterielle anlægsaktiver	Egenkapital
+ Materielle anlægsaktiver	- Forslag til udbytte for regnskabsåret
+ Varebeholdninger	+ Minoritetsinteresser
+ Tilgodehavender	+ Nettorentebærende gæld
+ Driftslikviditet	- Rentebærende aktiver
- Hensatte forpligtelser	
- Driftsgæld	
= Investeret kapital (Nettodriftsaktiver)	**= Investeret kapital (Nettodriftsaktiver)**

Tabel 4 - Investeret kapital (Kilde: Petersen & Plenborg, 2005)

I den analytiske balances aktiv-side, bemærkes det, at den investerede kapital udgøres af materielle anlægsaktiver samt nettoarbejdskapitalen. Endvidere indgår konkurrencemæssige faktorer som kundernes- og leverandørenes forhandlingsstyrke i forbindelse med at finde frem til den estimerede værdi af den investerede kapital, hvilket belyses ved hjælp af Porter's Five Forces.

Input-faktoren WACC skal ligeledes estimeres og anvendes i EVA-modellen, som det også er gældende for DCF-modellen.

2.3.3 Relative værdiansættelsesmodeller (Multipler)

Når man anvender multipelbaserede værdiansættelsesmodeller afhænger inputfaktorerne selvfølgelig af, hvilken multipel der anvendes. I forbindelse med at anvende multipler er det ikke en nødvendighed at foretage en fuld og længerevarende budgettering, som er kendetegnet for værdiansættelsesmodeller som DCF og EVA. Begrundelsen for dette er, at værdien af inputfaktorerne enten bestemmes ved hjælp af allerede rapporterede regnskabstal eller regnskabstal fra det fremadrettede budget. Dette er medvirkende til, at der ikke er behov for en fuld og længerevarende budgettering, når man anvender multipelbaserede værdiansættelsesmodeller.

Som det tidligere er nævnt i kapitlet, er en af problematikkerne ved estimering af input til multipler, at de historiske nøgletal ofte ikke er gældende for selskabets fremadrettet drift. Ser vi på dette problem i relation til vækstselskaber, mener vi, at dette kan være gældende, da disse ofte er præget af høj vækst, stor volatilitet og høj usikkerhed. De multipelbaserede modeller lægger endvidere også stor vægt på, at der findes sammenlignelige selskaber. Dette kan være problematisk at finde for vækstselskaber, specielt for nye og innovative selskaber, da det ikke er sikkert, at der findes nøjagtige benchmark-selskaber. Endvidere er et vækstselskab ofte karakteriseret som et mindre selskab, og det kan derfor også størrelsesmæssigt være svært at finde et sammenligneligt selskab.

Da en fuld og længerevarende budgettering ikke er nødvendig som ved anvendelse af f.eks. DCF-modellen og EVA-modellen, er det begrænset, hvor stor en indflydelse den strategiske analyse har på genereringen af inputfaktorerne ved anvendelse af multipelbaseret værdiansættelse. Den strategiske analyse kan i stedet anvendes til at vurdere, hvorvidt nøgletallet, der anvendes, er repræsentativt for selskabets fremtidige drift. Her kan aktøren eksempelvis foretage en omverdensanalyse ved hjælp af PEST(EL)-modellen, som kan være med til at klarlægge forhold som forbrugeradfærd og makroøkonomiske value drivere i landet. Endvidere mener vi, at der bør foretages en markedsanalyse ved hjælp af Porter's Five Forces, da denne bidrager til at belyse kunde- og leverandørforhold, som er konkurrencekræfter, der kan have indflydelse på nøgletallene, som anvendes som inputfaktorer. Vi vil samtidig anbefale aktøren at anvende flere forskellige modeller inden for den interne analyse, da disse analysemodeller vil bibringe aktøren et større kendskab til selskabet. Aktøren vil igennem et større kendskab til selskabet have nemmere ved at udvælge sammenlignelige selskaber, som kan anvendes i forbindelse med en multipelbaseret metode. Ved udarbejdelse af en strategisk analyse kan sikkerheden yderligere øges i forbindelse med udvælgelsen af et sammenlignelig selskab. Det kan til sidst også nævnes, at ved at kombinere de tre analyseniveauer bør aktøren også være bedre rustet til at vurdere, hvorvidt nøgletallet er repræsentativt for selskabets fremtidige drift.

2.3.4 Optioner

Som det er beskrevet i et tidligere kapitel differentierer realoptioner sig fra de andre værdiansættelsesmodeller, som er gennemgået. Ved anvendelse af realoptionsteorien til værdiansættelse estimeres værdien ud fra en vurdering af selskabets muligheder og potentialet, der ligger i disse. Det er en betingelse for anvendelse af teorien, at aktøren kan se det potentiale, som ligger i selskabet. Det er vigtigt for aktøren, at han/hun ved hjælp af sine strategiske analyser kan spotte realoptioner ved anvendelse af denne metode.

Når en realoption er blevet identificeret, skal aktøren bruge forskellige inputvariabler i relation til at estimere optionens værdi ved hjælp af Black-Scholes modellen. Det underliggende aktiv skal for det første kunne bestemmes for at kunne estimere optionens værdi. Herefter skal optionens exercise-pris fastsættes. Exerciseprisen kan fastsættes til de omkostninger, der ville være, hvis investeringen foretages. Omkostningerne kan endvidere angives som værende de omkostninger, der vil opstå ved at udnytte realoptionen. Dernæst skal optionens tidsrum ligeledes fastægges for at kunne estimere en værdi for realoptionen. Tidsintervallet for optionen fastlægges ud fra, inden for hvilket tidsrum optionen forventes at blive exerciset. Til sidst skal den risikofrie rente bestemmes, da denne også indgår i modellen.

I forbindelse med at finde realoptioner i selskabet kan aktøren inddrage mange af de tidligere nævnte analysemodeller. Eksempelvis giver Ansoffs vækstmatrice aktøren et overblik over, hvordan selskabet har mulighed for at udvikle sig. Modellen tager udgangspunkt i produktudvikling, markedsudvikling og kombinationen af de to. Endvidere kan PEST(EL)-modellen bidrage til at skabe et overblik over nye sociokulturelle trends, som aktøren skal være opmærksom på. Nye trends, som er skabt igennem ændringer i de sociokultu-

relle forhold, er noget selskabet kan udnytte ved hjælp realoptionsteorien, hvis disse har en positiv værdi. BCG-matricen kan ligeledes benyttes til at skabe et overblik over selskabets enkelte produkter. Derved kan klarlægge de muligheder, der ligger for det enkelte produkt i forhold til evt. produktudvikling. Når ovenstående analysemodeller er anvendt, kan de suppleres med en markedsanalyse i form af Porter's Five Forces. Ved hjælp af Porter's Five Forces kan aktøren vurdere, hvorvidt markedet, hvori realoptionen ligger, er attraktivt. Sluttelig kan værdikædeanalysen inddrages. Værdikædeanalysen sætter fokus på de processer, hvori der er mulighed for at opskalere eller nedskalere ved hjælp af den identificerede realoption.

2.3.5 WACC

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC, er i flere af de ovenstående værdiansættelsesmodeller en gennemgående inputfaktor. WACC er estimeret som det vægtede gennemsnit af afkastkravet fra både långivere og ejere. De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger angiver dermed långivernes og kapitalejernes totale krav til den indskudte kapital.

I værdiansættelsesmodellerne indgår selskabets kapitalomkostninger, WACC, som den diskonteringsrente, der anvendes i forbindelse med tilbagediskonteringen af de fremtidige cash flow og værdiskabelse i EVA-modellen. Når disse tilbagediskonteres ved hjælp af selskabets kapitalomkostninger, findes nutidsværdien af selskabet eller investeringen. I forbindelse med at estimere WACC anvendes følgende formel (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017):

$$WACC = \frac{NIBL}{NIBL + MVE} * r_d * (1 - t) + \frac{MVE}{NIBL + MVE} * r_e$$

Elementerne i beregningen af WACC angiver som følgende: NIBL er markedsværdien af den rentebærende gæld, MVE er markedsværdien af egenkapitalen, r_d angiver renten på den rentebærende gæld, r_e er ejernes afkastkrav, og til sidst angiver t selskabets marginal skattesats. En vigtig tilføjelse er, at vægtene skal beregnes med udgangspunkt i markedsværdier og ikke som bogførte værdier. Dette skyldes, at markedsværdien indikerer, hvad det reelt koster at opnå en ejerandel i selskabet (Gruelund & Plenborg, 2002). Dette medfører dog et praktisk problem, da det netop er formålet med værdiansættelsen at opnå kendskab til markedsværdien, og den må derfor antages ikke at være kendt på forhånd. For at løse dette problem kan der tages udgangspunkt i et gennemsnit af kapitalstrukturen i sammenlignelige selskaber. Herigennem kan man så opnå et estimat for selskabets langsigtede kapitalstruktur (Gruelund & Plenborg, 2002). Kigger vi på denne løsning i forhold til vækstselskaber, kan problemet opstå, at det kan være besværeligt at identificere selskaber, der egentlig er "peers" med det selskab, som tilstræbes værdisat. Et andet vigtigt element i forhold til estimering af WACC'en er, at der i praksis arbejdes med en konstant kapitalstruktur, når WACC'en estimeres. Det er samtidig vigtigt, at den benyttede kapitalstruktur afspejler selskabet langsigtede kapitalstruktur (Gruelund & Plenborg, 2002). Af samme grund bør selskabet kun benytte dets nuværende kapitalstruktur, hvis den af-

spejler den langsigtede kapitalstruktur.

I forbindelse med estimering af selskabets fremmedkapitalomkostning er der i praksis ofte mindre usikkerhed behæftet sammenlignet med estimering af selskabets egenkapitalomkostning. Markedet for kredit er mere gennemsigtig, hvilket endvidere gør fremmedkapitalomkostningerne nemmere at estimere. Låneomkostningen skal estimeres efter skat, da cash flows estimeres efter skat. Fremmedkapitalomkostningerne estimeres derved ud fra formlen (Gruelund & Plenborg, 2002):

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Her angiver r_f den risikofrie rente, r_s den selskabsspecifikke risikotillæg, og t angiver selskabsskattesatsen. Det selskabsspecifikke rentetillæg er en kompensation for den ekstra risiko, långiver tager ved at placere sine midler i et mere risikofyldt aktiv end f.eks. den risikofrie rente. Når det selskabsspecifikke risikotillæg skal estimeres, er der en stigende tendens til at kvantificere tillægget ved hjælp af kreditratings.

Ejernes afkastkravet er modsat fremmedkapitalomkostningerne mere kompleks og sværere at udregne. Når ejernes afkastkravet skal estimeres, tages der i praksis oftest udgangspunkt I Capital Asset Pricing-Modellen, CAPM (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017):

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

Som det fremgår af ovenstående model, beregnes ejernes afkastkrav som den risikofri rente adderet med den systematiske risiko β multipliceret med markedsrisikopræmien $(r_m - r_f)$. Betaværdien for børsnoterede selskaber estimeres hyppigt med udgangspunkt i den historiske kursudvikling for selskabet. Dette medfører dog nogle praktiske problemer. En værdiansættelse bygges på fremtidige estimater, hvilket af gode grunde ikke haves, og man benytter derfor de historiske kurser, hvilket kan være fejlagtigt. For at benytte de historiske kurser er det en forudsætning, at risikoprofilen er uændret over tid. Dette er dog ikke sikkert, da betaværdien, som er med til udtrykke risikoprofilen, kan fluktuere over tid frem til værdiansættelsen. Hvis vi relaterer ovenstående til vækstselskaber, vurderer vi, at der kan forekomme besvær med at generere en beta-værdi i forbindelse med en værdiansættelse. Dette skyldes bl.a., at vækstselskaber ofte har et begrænset sæt af regnskabsdata. Endvidere skyldes det, at unge selskaber vokser hurtigt, og ofte bruger den overskydende likviditet til at foretage investeringer, hvilket må antages at medføre en større volatilitet på selskabets beta. Betaværdien kan kun udregnes for børsnoterede selskaber i praksis igennem denne beregningsmetode. Ved estimering af beta for unoterede selskaber nævner (Gruelund & Plenborg, 2002) to andre metoder, som ofte anvendes. Den første metode er at indhente et beta estimat fra sammenlignelige selskaber. Den anden metode er at tage udgangspunkt i "common-sense" betragtninger. Metoden, hvor beta estimeres ud fra sammenlignelige selskaber er bygget op omkring udvælgelse af sammenlignelige børsnoterede selskaber, hvor der er rimelig likviditet. Herefter estimeres betaværdien for hvert af de sammenlignelige selskaber ud fra deres histo-

riske data. Efter dette beregnes en ugearet beta for selskaberne, hvorefter gennemsnittet for den ugearede beta for de sammenlignelige selskaber beregnes. Sluttelig beregnes beta for selskabet, der værdiansættes, ved at gear den ugearede beta fra de sammenlignelige selskaber (Gruelund & Plenborg, 2002). Den alternative "common-sense"-metode tager udgangspunkt i at bruge den "sunde fornuft", og betaværdien genereres på baggrund af aktørens know-how til selskabet. Vi vurdere derfor, at en anvendelse af de strategiske analyser kan være en god indikator for selskabets betaniveau.

2.3.6 Scenarioanalyse

Når man ved brugen af de forskellige værdiansættelsesmodeller når frem til et værdiestimat af et selskab, er det vigtigt at have i tankerne, at dette blot er et estimat, og ikke nødvendigvis er den endelige værdi af selskabet. Man kan eksplicitere denne usikkerhed omkring værdiestimatet ved at foretage en scenarioanalyse. Formålet med scenarioanalysen er at foretage flere værdiansættelser af det samme selskab, mens værdiansættelserne er udregnet på baggrund af forskellige sæt af inputfaktorer. Der opstilles altså forskellige scenarier, som hver især indeholder forskellige antagelser omkring de underliggende value drivere. Estimatet fra en scenarioanalyse kommer på baggrund af forskellige opstillede scenarioer som hver især er sandsynlighedsvægtet ud fra sandsynligheden for at disse vil forekomme (Plenborg, 2000). Aktøren opnår herved en eksplicitering af usikkerheden, som ligger i antagelserne omkring udviklingen i de underliggende value drivere. Følsomhedsanalysen kan endvidere også være behjælpelig med at opnå et interval, hvori selskabets værdi højst sandsynligt ligger (Plenborg, 2000).

Kapitel III – Empirisk undersøgelse

3.1 Indledning

Da vi ønsker at opnå et indblik i, hvordan praktikerne værdiansætter vækstselskaber og med en ambition om at bidrage med faglig viden til investorer/aktører, som kan anvendes med henblik på at reducere risikoen i relation til værdiansættelse af vækstselskaber, er der iværksat en empirisk analyse, som gennemgåes i dette kapitel. Igennem hele interviewprocessen har vi haft en ambition om at iværksætte både en bred og dyb analyse af markedet for værdiansættelse af vækstselskaber. Vi har respondenter fra de største banker i Danmark, de største nationale og internationale aktører inden for virksomhedsrådgivning og en bred og kompetent gruppe af venture kapitalfonde og private equity i Danmark. I dette kapitel vil den empiriske data både blive analyseret kvalitativt og kvantitativt.

3.2 Interviewopbygning

Generelt er hvert interview startet med nogle indledende spørgsmål om, hvordan respondenten kendetegner en værdiansættelse af et vækstselskab komparativt til en værdiansættelse af et mere modent og traditionelt selskab. Endvidere spurgte vi også ind til, hvilke udfordringer de ser i forbindelse med en værdiansættelse af et vækstselskab. Tanken bag de indledende spørgsmål er at indlede samtalen, men også for at få deres umiddelbare refleksioner omkring undersøgelsesområdet, før respondenten muligvis bliver præget og inspireret af vores spørgeskema.

Efterfølgende har vi fremlagt vores spørgeskema for respondenten (Bilag 3). Før besvarelsen af spørgeskemaet har vi haft en begrebsafklaring med respondenten for at undgå misforståelser og misfortolkninger m.m. Den generelle proces har været, at vi har gennemgået spørgeskemaets spørgsmål en efter en sammen med respondenten. Efter respondenten har besvaret et spørgsmål, er der blevet stillet sonderende spørgsmål ud fra den angivet svarværdi. Et opfølgende spørgsmål kunne f.eks. være: ”Hvorfor vægter respondenten den ene værdiansættelsesmodel højere end en anden værdiansættelsesmodel?”. Ved at sammenføje spørgeskemaets kvantitative svarmuligheder – på en skala fra 1 til 5 – med interviewets kvalitative og uddybende svarmuligheder vurderer vi, at vi opnår et optimalt undersøgelsesdesign til besvarelse af vores problemstilling (Kvale S. , 1997).

Ved opfattelse af, at respondenten har misforstået spørgsmålet, har vi forsøgt via begrebsafklaring at lede respondenten, såfremt det har været muligt, uden at være for anførende. Vi har gjort dette for at opretholde undersøgelsens validitet, så den undersøger det ønskede. Endvidere har vi forsøgt ikke at overskride kravet om reliabilitet (Kvale S. , 1997, s. 95). Slutteligt i interviewet har vi afklaret, om respondenten havde yderligere tilføjelser til deres besvarelse.

3.3 Strukturen i spørgeskemaet

3.3.1 Indhold i spørgeskemaet

Begrundelsen for medtagelse af spørgeskemaet i vores undersøgelsesdesign er, at vi ved hjælp af dette kan kvantificere respondenternes besvarelser og på den måde analysere datasættet analytisk og teste for signifikans i svarværdierne imellem de prædefinerede respondentgrupper. Dette er med til at skabe værdi til opgaven, da det gør det muligt for os at analysere, hvorvidt der er tendenser i de forskellige respondentgrupper i forhold til deres tilgang til værdiansættelse af vækstselskaber. Mange af de selskaber, som vi er ude at interviewe er internationale selskaber. Det må derfor formodes, at der en grad af internationalt snit i medarbejderstaben, hvorfor vi har designet vores spørgeskema på engelsk. Dette har vi gjort med den bagtanke at sikre, at vi ikke ekskluderer mennesker, som har brugbar viden, som vi kan anvende.

Før besvarelsen af spørgeskemaet har vi foretaget en begrebsafklaring af vores fokusområder: værdiansættelsesmodeller, strategiske analyser, kvalitative faktorer og kvantitative faktorer. Igennem alle interviewene har vi læst spørgsmålene op for respondenten, og ved siden af sig har respondenten haft en kopi af spørgeskemaet. Vi har sikret os en afklaring af eventuelle forståelsesmæssige og begrebsmæssige misforståelser før besvarelsen af spørgsmålet. Generelt, hvis vi var af den opfattelse, at respondenten havde fejlfortolket spørgsmålet eller konteksten, hvori spørgsmålet stilles, har vi anvendt den fleksibilitet, der kendetegnes ved et semistruktureret interviewform med det formål at udspørge respondenten, så deres svar ikke er angivet under en vis form for misfortolkning. Denne tilgang er med til at sikre, at kravet om validitet er overholdt.

Strukturen i spørgeskemaet er opbygget på den måde, at man begynder med et spørgsmål vedrørende respondenternes præferencer for værdiansættelsesmodellerne. I selve spørgsmålet er der en opsplitning i forhold til, hvor vigtigt de anser modellen for at være, og hvor ofte de anvender den i praksis på vækstselskaber. Vi har lavet denne opsplitning med den bagtanke, at en aktør godt kan vurdere at en værdiansættelsesmodel er vigtig, men ikke anvender modellen så hyppigt pba. at en værdiansættelse af vækstselskaber eksempelvis vil mangle datainput til modellen. Igennem hele spørgeskemaet har vi anvendt en skala fra 1 til 5, hvor 1 er ”uvæsentligt og aldrig” og 5 angiver ”væsentligt og altid”. Spørgsmål 1 i spørgeskemaet følges op med et spørgsmål om, hvorvidt der fremskrives direkte på nøgletallene, eller om de underliggende faktorer bliver budgetteret. Efterfølgende spørges der ind til, hvilke informationskilder, respondenten anvender til at budgettere de underliggende faktorer i modellerne. I spørgsmål 5 vedrørende input til realoptionsmodeller har vi haft fokus på, hvilke analysemodeller respondenterne anvender til at bestemme realoptioner i vækstselskaber.

Efter at have behandlet værdiansættelsesmodellerne i spørgeskemaet rykkes respondentens fokus over på de mere kvalitative faktorer. Indledningsvis spørger vi ind til de kvalitative analytiske faktorer, de anvender i

relation til værdiansættelse af vækstselskaber, og igen anvender vi samme opsplitning på henholdsvis vigtighed og hyppighed. Herefter koncentrerer vi os om respondentens anvendelse af tankegangen bag de strategiske analysemodeller. Efterfølgende stilles et spørgsmål, hvor vi er interesseret i, hvilke kvantitative inputfaktorer de forskellige strategiske analysemodeller vil kunne sætte respondenten i stand til at budgettere. Spørgeskemaet afsluttes med to spørgsmål, hvor respondenten skal vurdere, om strategiske analysemodeller eller værdiansættelsesmodeller er vigtigst for værdiansættelse af vækstselskaber. Dettes følges op med et spørgsmål af samme karakter, men denne gang skal respondenten vurdere, hvad der er vigtigst i mellem kvalitative og kvantitative faktorer.

3.3.2 Pilottest af spørgeskema

For at sikre en høj validitet i vores spørgeskema og minimere risikoen for misforståelser vedrørende vores spørgsmål har vi testet vores spørgeskema på tre personer, som ikke er en del af datasættet. Formålet ved at teste spørgeskemaet er også, at vi får testet, om folk forstår vores spørgsmål, og testpersonerne kan også gøre os opmærksomme på eventuelle fejl i spørgsmål, svarkategorier, rækkefølge eller hjælpeteksten (Justesen & Mik-Meyer, 2010). Justesen & Mik-Meyer (2010) anbefaler, at det er bedst at pilotteste spørgeskemaet på folk, der tilhører den gruppe, som man ønsker at undersøge. Vi har derfor forsøgt at finde testepersoner, som har uddannelsesbaggrund inden for de områder, hvor vi tænker, at respondenterne selv vil have uddannelse fra. På den måde sikrer vi, at spørgeskemaet bliver læst og forstået på samme teoretiske, faglige og konceptuelle niveau som vores mulige respondenter. Vi har anvendt testpersoner, som har uddannelsesbaggrund som cand.merc, cand.polit og cand.jur. Vi bad testpersonerne om at gennemlæse spørgsmålene og efterfølgende komme med deres forståelse af spørgsmålet. Endvidere bad vi dem kigge på sprogbruget og spørgeskemaets struktur. Med udgangspunkt i deres tilbagemeldinger har vi justeret vores spørgeskema, og på den måde har vi forsøgt at minimere risikoen for misforståelser i selve interviewprocessen.

3.4 Statistisk opbygning

Resultaterne fra vores empiriske undersøgelse skal under statistisk behandling for at udlede, hvad gennemsnitsværdien fra vores besvarelser er og endvidere teste for signifikans. Ligeledes vil vi analysere, hvorvidt der er statistisk tegn på gruppedannelse. Dette vil sætte os i stand til at konkludere, hvorvidt der er forskel på vores respondentgrupper i forhold til deres tilgangsvinkel til værdiansættelse af vækstselskaber. Vi har opstillet flere hypoteser som vores empiriske analyse tager udgangspunkt i. Styrken ved at opstille hypoteser er, at vi kan konstruere nogle teser omkring vores forventninger til besvarelserne i den empiriske analyse. Ud fra de angivne svar kan vi lave statistiske tests, som fortæller hvorvidt svarene stemmer over ens med vores forventninger. Denne fremgangsmåde gør, at vores undersøgelse opnår et skarpere perspektiv på problemstillingen frem for, hvis vi blot kommenterede på de observerede svarværdier.

De enkelte spørgsmål fra spørgeskemaet er behandlet separate fra hinanden. Fremgangsmåden for behandling af datasættet er, at vi behandler det under en samlet population. Gennemsnitsværdien for hver svarmulighed vil blive beregnet, og på den måde kan vi fortolke på, hvordan den totale population ud fra en gen-

nemsnitlig betragtning rater de forskellige faktorer. Der er ligeledes udregnet en t-test for hver svarmulighed for at se, om den fundne svarværdi er signifikant forskellige fra 3 (Overø & Gabrielsen, 2004). Med den beregnede t-test kan vi analysere, hvorvidt der er en tendens i vores svarværdier, eller om gennemsnitsværdien i svarværdierne blot er 3. Vi medgiver, at vores empiriske analyse er fortaget pba. en lille sampling. Vi har derfor udfordringer i forhold til om vores datasæt kan betragtes som værende normalfordelt (Yu, Behrens, & Spencer, 1997). Med ovenstående problematik i mente, har vi valgt at anvende ikke-parametrisk tests til at konkludere ud fra, og t-testen er kun taget med i den empiriske analyse for at vise en tendens. Den ikke-parametriske test vil blive benyttet med den begrundelse, at den ikke-parametriske test oftest bistår med mere retvisende test-værdier, når datasættet i statistisk forståelse har en lille sample size (Siegel, 1956, s. 32). Til at teste hele vores population anvender vi en Kolmogorov-Smirnov test (Siegel, 1956, s. 46), da testen viser, udtrykker hvorvidt aktørerne har tilbøjelighed til at være fordelt ligeligt i de mulige svargrupper. Vi opstiller en nulhypotese om, at respondenterne spreder sig ligeligt mellem svargrupperne. Vores alternative hypotese (H1) bliver, at der er den tendens, at respondenterne samler sig omkring visse svarkategorier, og dermed er respondenterne ikke ligeligt fordelt ud på de forskellige svarkategorier. Til de svarkategorier i vores spørgeskema, hvor respondenterne kun har to svarværdier, har vi valgt at anvende en ikke-parametrisk binomialtest (Siegel, 1956, s. 36). Den ikke-parametriske binomialtest skal gøre os i stand til at teste, hvorvidt respondenterne er fordelt ligeligt mellem de to svarværdier og derigennem verificere og falsificere, om der er signifikans for at respondenterne vælger den ene svarkategori frem for den anden.

Efter de indledende test, hvor datasættet er behandlet under et, så har vi lavet en test på gruppeniveau. Der testes for hvorvidt, der opstår gruppedannelse i vores respondentgrupper. Vi har beregnet et gennemsnit for hver respondentgruppe, og herefter har vi testet, om der er en signifikant tendens grupperne imellem.

For at kunne bearbejde vores datasæt på dette gruppeniveau er vi nødt til at finde ud af, hvilke ikke-parametriske metoder, vi kan anvende. For at kunne kortlægge, hvilke tests vi kan anvende, er vi nødt til at karakterisere vores data, hvorvidt det er ordinal, nominal, independent eller related (Siegel, 1956). De data i spørgeskemaet, som er indsamlet i vores interview, og hvor en skala fra 1 til 5 er benyttet, kan betegnes at være independent og ordinal. Ifølge Scholzhauer & Littel (1987) kan data betegnes som værende independent, hvis data er genereret fra respondenter, som ikke har påvirket hinanden i interviewsituationen og dermed er gensidigt uafhængige. Dette er overholdt i vores interviewsituation, da vi kun har interviewet én respondent af gangen, og dette er altid foregået hos dem. For at vores datasæt skal kunne betegnes at være ordinal, så skal data være genereret på en sådan måde, at data tilhører en skala, hvor skalaen kendetegnes ved at være højere eller lavere i relation til trinnet forinden. (Siegel, 1956, s. 23-26)
Ud fra dette kan vores empiriske analyse betegnes at være ordinal, da den har en skala på 1 til 5 i henhold til hyppighed og vigtighed.

For at teste for gruppedannelse har vi anvendt Kruskal-Wallis-testen (Siegel, 1956). Denne test gør os i stand til at teste alle respondentgrupper med det samme, hvormed det kan lade sig gøre at bestemme, om der opstår gruppedannelse i vores datasæt (Population). Kruskal-Wallis-testen opstiller en nulhypotese om, at der ikke er gruppedannelse, og dermed respondenterne kommer fra en og samme population. Alternativhypotesen er, at der er påviselig signifikans, hvorved der opstår gruppedannelse. Dermed har de forskellige respondentgrupper tillagt spørgeskemaets svarværdi forskellig betydning (Siegel, 1956).

Dernæst anvendes en Mann-Whitney-test (Siegel, 1956, s. 115-126). Denne type gør at vi kan analysere 2 respondentgruppers besvarelser og ser på, hvorvidt de kommer fra en og samme population, eller om de signifikant stammer fra to forskellige populationer (Siegel, 1956). En anden grund for anvendelse af Mann-Whitney-testen er ifølge Sidney Siegel (1956, s. 116), at denne test vurderes at være en af de mest solide tests inden for sin art. Testen opstiller en nulhypotese om, at respondenterne stammer fra samme population. Alternativhypotesen er, at respondenterne kommer fra hver deres population og med hver sin fordeling (Siegel, 1956).

I de spørgsmål i vores spørgeskema, hvor der er kun er to svarværdier, er det ikke muligt at anvende de tre ovenstående tests, da data har en anden karakter end de øvrige spørgsmål. Derfor har svarværdierne nu karakter som nominale svarværdier (Siegel, 1956). Frem for de ovenstående test-modeller anvender vi en ikke-parametrisk binomialtest, når vi tester hele populationen (Siegel, 1956, s. 35-43). Nulhypotesen er, at der ikke forekommer nogen forskel blandt de svarene. Alternativhypotesen er, at respondenterne har en signifikant tendens til at vælge den ene svarmulighed frem for den anden. I forhold til at teste for gruppedannelse inden for populationen, har vi anvendt en χ^2 test. Denne anvendes både på gruppeniveau og hele populationen (Siegel, 1956, s. 174-180), og når der testes for gruppedannelse imellem respondenter (Siegel, 1956, s. 103-112). Nulhypotesen er, at de stammer fra samme population.

I opgaven angives venture kapitalfonde som VK, finansielle rådgivere som FR og private equity som PE. Hyppighed betegnes H, og vigtighed som V. Karakteristika for de tre respondentgrupper findes i bilag 18.
Til beregning har vi valgt SSPS som værktøj til at lave vores output-figurer (Bilag 5-14). Til beregning af χ^2 har vi valgt Excel, da det ikke var muligt i SSPS.

3.5 Empiriske hypoteser

I vores empiriske analyse har vi opsat en stribe af hypoteser, som vi gerne vil have testet. Baggrunden for disse hypoteser kommer på grund af vores teoretiske gennemgang af emnet og de ovenstående karakteristika af respondentgrupperne.

H1: EVA anvendes mindre end DCF.

Selvom de to modeller er ækvivalente, har vi en hypotese om, at DCF-modellen anvendes oftere i praksis end EVA, idet modellen er en traditionel model, og pengestrøms-tankegangen er appellerende.

H2: Multipler, som relaterer sig til omsætningen og EBIT(DA), tror vi, benyttes oftere end andre multipler.

Vækstselskaber har stor fokus på vækst samt stor fokus på at øge deres markedsandele. Derfor er det vores forventning, at praktikerne i vores empiriske analyse vil værdiansætte ud fra omsætningen og EBIT(DA) fremfor price/earnings og kurs/indre værdi.

H3: Discounted cash flow analysen anvendes oftere af finansielle rådgivere og private equity fonde end af venture kapitalfonde.

H4: Economic value added anvendes oftere af finansielle rådgivere og private equity fonde end af venture kapitalfonde.

Disse to hypoteser opstilles ud fra den tese, at finansielle rådgivere og private equity fonde har en mere finansiel fokuseret viden, og det må derfor forventes, at de anvender Discounted cash flow analysen og Economic value added oftere end af venture kapitalfonde.

H5: Det er udbredt blandt praktikerne at anvende realoptioner i værdiansættelse af vækstselskaber.

Da en stor del af vækstselskabers værdi ligger i ”growth asset” delen (Damodaran, 2010), forventer vi, at realoptionsteorien anvendes til at tage højde for dette forhold.

H6: Historiske regnskaber lægges der mindst vægt på som informationskilde til budgettering af discounted cash flow modeller og economic value added og multipler.

Vækstselskaber jf. 1.5 er kendetegnede ved, at der er stor usikkerhed i forhold til udviklingen i væksten fremadrettet. De historiske regnskabsdata vil ofte vise et manglefuldt indblik i selskabets fremadrettede potentiale. Derfor mener derfor, at aktørerne har større fokus på andre informationskilder.

H7: Praktikerne tillægger værdiansættelsesmodeller mindre værdi end strategiske analysemodeller

Vi har en tese om, at praktikerne tillægger de strategiske analysemodeller større værdi ud fra den påstand, at input til modellerne kan indeholde en større risiko. Der skaber strategiske analysemodeller mere værdi i analyseprocessen.

H8: Praktikerne tillægger kvantitative faktorer mindre værdi end kvalitative faktorer

Kvaliteten af data fra vækstselskaber er ofte meget dårlig, hvorfor vi har den hypotese, at aktørerne oftere vil anvende kvalitativt datamateriale i relation til værdiansættelse af vækstselskaber.

H9: Venture kapitalfondene tillægger mindre værdi til kvantitative faktorer frem for kvalitative faktorer end finansielle rådgivere og private equity fonde gør.

Venture kapitalfondene foretager deres investeringer tidligere i vækstfasen end de to andre respondentgrupper og har derfor større fokus på de tidligere livstadier for selskabet. Vi påstår derfor, at venture kapitalfondene tillægger de kvalitative faktorer større betydning, idet kvalitative faktorer angiver det stærkeste bevis på vækstselskabets potentielle fremtidige værdiskabelse.

H10: Venture kapitalfondene tillægger de strategiske analysemodeller større værdi som informationskilde i forbindelse med budgettering af inputfaktorer til brug af værdiansættelse med Discounted cash flow, Economic value added og multipler, end tilfældet er for private equity fonde og finansielle rådgivere.

Ventureselskaber foretager deres investeringer tidligere i vækstfasen end de to andre respondentgrupper, hvorfor det må antages, at regnskabsdataen er af dårligere kvalitet. Derfor har vi en tese om, at venture kapitalfondene vægter strategiske analyser højere.

H11: Tidligere regnskaber tillægges mindre værdi end dialog med ledelsen, ledelse track-record samt forretningsplanen

Vi har en tese om, at de tre respondentgrupper tillægger dialog med ledelsen, ledelsens track-record samt forretningsplanen større vægt end tidligere regnskaber, da der er tale om vækstselskaber, og derved må det formodes, at tidligere regnskaber har en lavere informationsværdi i forbindelse med selskabets fremtidige potentiale.

3.6 Vækstselskaber som problemfelt

Den empiriske data er indsamlet ved hjælp af interviews, hvor vi sammen med respondenten har gennemgået et spørgeskema, som er med til at karakterisere den praktiske fremgangsmåde, respondenten anvender i forbindelse værdiansættelse af vækstselskaber. Vi har endvidere stillet nogle generelle spørgsmål omkring, hvilke problemstillinger respondenten ser i forbindelse med en værdiansættelse af denne type selskaber kontra mere modne selskaber. Resultaterne af disse interviews klarlægger respondenternes holdninger til problemfeltet.

I vores data har vi bemærket flere karakteristika og problemstillinger, som går igen. Det første, vi har bemærket, er at respondenterne forbinder en værdiansættelse af et vækstselskab med en større grad af usikkerhed.

"Det, der kendetegner en vækstvirksomhed, er eller i hvert fald værdiansættelse af en vækstvirksomhed – det er gerne, at du kigger ind i et Forecast, som er noget mere usikker, fordi du har en forretning i dag, som om 3-4 år vil se helt anderledes ud i forhold til i dag. (...)" (Bilag 15 - CF 1)

"Jo tidligere man er i livcyklus for en virksomhed, jo sværere er det at estimere værdien, da de kan have negativt indtjening og stor usikkerhed osv." (Bilag 15 - CF 13)

"Jo mere vækst, som der er, jo mere risiko vil der også være, og jo mere varians vil der være. I en relativt stabil og moden virksomhed, som følger GPD væksten, så det er forholdsvis nemt at værdisætte denne salgs virksomhed – uden at de laver noget fundamentalt om i virksomheden, så vil dit bedste gæt på værdien i morgen, er værdien i går. Med vækstplaner så øger du ikke kun volatiliteten, men du øger også variansen. Det er gør det mere usikkert at værdiansætte. Den anden ting er, at jo mere vækst, der er i virksomheden, jo mere vil værdien af den vækst ligge ud i terminalperioden. Det er jo altid en udfordring, da jo mere værdi, der ligger i terminalperioden, jo sværere har du ved at forholde dig til værdien. Jo mere varians vil der være, når størstedelen af værdien ligger i terminalperioden."(Bilag 15 - PE 5)

Usikkerheden ligger ifølge flere af praktikerne specielt i det forecast, der skal laves i forbindelse med værdiansættelsen. Dette skyldes bl.a. et manglende datagrundlag, som forecastet skal bygges op omkring. Hos mere modne selskaber har man oftest en langt større mængde data og en trend, som man kan bygge sit forecast på. Det manglende datagrundlag og de manglende inputfaktorer er derfor det næste, vi har bemærket i vores dataindsamling.

"Når man snakker om budgetter i modne virksomheder, så vil de gerne gætte på, hvordan det går de næste tre år (...). I vækstvirksomheder har man nok kun mulighed for at gætte et år frem i fremtiden. Det er jo et problem, når man anvender en DCF-model til at værdiansætte ud fra." (Bilag 15 - CF 2)

"Problematikken er jo, at DCF-modellen er god til stabile virksomheder eller en virksomhed, som har en stabil udvikling, hvor virksomheden er i vækst. Hvis du eksempelvis tager en virksomheden, som Novo Nordisk, så kan du sætte dig ned og sige: Nå, men den vil nok stige med 10-15 % om året, og så kan jeg lægge bundlinjen ovenpå. Der kan dog godt være forskellige hick-ups på vejen, men deres vækst er rimelig jævnt

og stabil. Altså dit udfaldsrum i dine inputfaktorer er meget mere stabil, end hvis det var et vækstselskab." (Bilag 15 - VC 1)

Da datagrundlaget til inputfaktorerne ofte er begrænsede, bliver der i høj grad lagt stor vægt på kvalitative og strategiske analyser hos praktikerne, når inputfaktorerne skal estimeres.

"Det er, fordi du ikke kan anvende den historiske omsætning til at sige noget om fremtiden for en vækstvirksomhed. Strategiske analyser er super interessant, da det er jo er dem, som skal ligge grundlaget for den vækstrejse, som vi forhåbentligt skal ud på." (Bilag 15 - CF 1)

"Når det er sagt, så er vækst virksomheder ikke i en "steady stateform", hvorfor man skal være varsom med at lade historikken drive budgettet fremadrettet, og derfor skal man i stedet være grundig i sin strategiske analyse af selskabet og forventningerne til fremtiden." (Bilag 15 - CF 15)

I forbindelse med håndteringen af den større grad af usikkerhed og manglende datagrundlag til estimering af inputfaktorerne har respondenterne forskellige tilgange til at håndtere dette. Her gør flere af praktikerne f.eks. brug af følsomhedsanalyser og opstilling af forskellige scenarier.

"De svage antagelser er det meget følsomhedsanalyser, som vi bruger til at blive klogere, men vi tager nogle gange også en ekstra runde for at se, om der er en ekspert, som har noget viden". (Bilag 15 - PE 4)

"Man skal prøve at lave 3 til 5 scenarier. Lad os sige, at alt vil lykkes for os. Det kunne være et scenario. Så kan der være scenarier vedrørende, at vi bliver best in class om 5 år osv. Altså det handler om at bygge et best case scenario op, så handler det om at sætte et worst case scenario op også sætte 2-3 scenarier op mellem best og worst case. Ud fra disse forskellige scenarier, så skal man prøve at lave et vægtet NPV." (Bilag 15 - CF 1)

3.7 Værdiansættelsesmodeller

3.7.1 Benyttelse af værdiansættelsesmodeller af respondenterne

Vores spørgeskema omfatter de traditionelle modeller, Discounted cash flow analysis (DCF), Economic value added (EVA), multipler og realoptioner. Når vi har spurgt respondenterne, hvorvidt de strategiske analysemodeller eller værdiansættelsesmodeller er mest værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber, så svarer 57 % værdiansættelsesmodeller (Bilag 14). Svarværdien på de 57 % har den implikation at det ikke kan eftervises, at svarværdien er signifikant forskellig fra 50 %. En begrundelse for den lave svarværdi kan skyldes den manglende kvalitet i inputdata jf. afsnit 3.6

”*(…..) du kan regne så meget du vil, men uden den rigtige kvalitet i inputs, så er værdiansættelsesmodellerne ligegyldigt” (Bilag 15 - CF 1)*

Kigger vi på fordelingen blandt vores respondentgrupper, så svarer 63% af de finansielle rådgivere, at de foretrækker værdiansættelsesmodellerne, mens henholdsvis 60% af venture kapitalfondene og 43% af private equity fondene foretrækker værdiansættelsesmodellerne i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Ved anvendelse af en χ^2-test kan vi konkludere, at det ikke er muligt at afvise, at de stammer fra samme population, og det kan dermed ikke eftervises, at der er tendens til gruppedannelse. Dette har den implikation, at det har været muligt at identificere, at vores respondenter i vores empiriske datasæt har svaret enslydende i de prædefineret respondentgrupper (Bilag 14). På baggrund af ovenstående vil vi nu klarlægge, hvilke modeller der bliver anvendt i praksis.

Værdiansættelsesmodeller - totalpopulation					
	Gennemsnit	Std. Afv.	t-stat - Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
DCF_V	3,68	1,44	0,02	0,00	0,25
DCF_H	3,36	1,47	0,21	0,02	0,19
EVA_V	1,43	1,10	0,00	0,00	0,28
EVA_H	1,18	0,77	0,00	0,00	0,46
Multipler_V	4,11	1,10	0,00	0,00	0,01
Multipler_H	4,14	1,11	0,00	0,00	0,01
P/E_V	1,54	0,92	0,00	0,00	0,46
P/E_H	1,54	0,96	0,00	0,00	0,54
K/IV_V	1,21	0,63	0,00	0,00	0,58
K/IV_H	1,07	0,26	0,00	0,00	0,64
EV/EBIT_V	2,93	1,45	0,90	0,15	0,13
EV/EBIT_H	3,00	1,36	1,00	0,33	0,05
EV/EBITDA_V	3,54	1,57	0,07	0,00	0,01
EV/EBITDA_H	3,79	1,52	0,01	0,00	0,01
EV/OMSÆNING_V	2,96	1,48	0,90	0,02	0,25
EV/OMSÆNING_H	3,00	1,56	1,00	0,02	0,17
Realoption_V	1,36	0,87	0,00	0,00	0,51
Realoption_H	1,29	0,71	0,00	0,00	0,49

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5
* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.
** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.
*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 5 - Totalpopulation (Kilde: Egen tilvirkning)

I tabellen ovenfor ses det, at det er multipler generelt, der blandt respondenterne er ratet som værende den vigtigste og mest hyppigt anvendte. Hvis vi specifikt kigger på værdiansættelsesmodellerne, så er DCF-modellen vigtigst, men det er EV/EBITDA, som anvendes hyppigst.

"(...) Det skal siges at, det vil være DCF-modellen, som vil være styrende, hvor andre multipler mere vil være sanity check. (.....) Ved vækstselskaber ville vi nok gå ind og lave en DCF-model, hvor du har nogle omsætninger og har nogle indtjeningstal – herigennem vil du finde et cash flow, som du lægger en eller anden sandsynlighedsvægt på. Hvis vi har en virksomhed, som er mere moden og længere i dens livcyklus, så vil du helt klar gå ind og bruge andre modeller" (Bilag 15 – CF 1).

Når man kigger på de forskellige tests, som vi har anvendt, så er der signifikante resultater på mange af testene for DCF-modellen. Kolmogorov-Smirnov testen angiver, at der er en tilbøjelighed til at respondenterne samler sig omkring visse svarkategorier. Dette gør sig også næsten gældende for resten af variablerne. Kruskal-Wallis testen viser, at der ikke er gruppedannelse mellem respondentgrupperne i forhold til DCF-modellen.
Vi mener, en af grundene til, at multipler generelt og de forskellige typer af multipler er ratet på samme niveau eller højere både i hyppighed og vigtighed end DCF-modellen, skyldes den manglende kvalitet i inputdata, som anvendes i en DCF-model.

"*I forhold til vækstvirksomheder, så er datagrundlaget bare meget sløjt. Det gør det bare svært. Jeg vil gerne sige, at man kan bruge en EV/EBIT(DA) multipel, da det er praksis nemt at bruge, frem for du ikke skal til at udregne forskellige drivere. Ved modne virksomheder har dog flere linjer, hvor du kan gange noget på, men det er ikke altid muligt i forhold til vækstvirksomheder, da de har negativt resultat mange steder." (Bilag 15 – CF 2)*

Der gives altså udtryk for, at praktikerne scorer multipler på samme niveau eller højere som DCF modellen pga. anvendeligheden. Anvendeligheden kommer til udtryk i, at praktikerne kan kigge på sammenlignelige transaktioner og derfra finde en gennemsnitlig multipel, som de så kan gange på selskabets indtjening. Der gives dog også udtryk for nogle problematikker ved anvendelse af multipler ved værdiansættelse af vækstselskaber. Dette kunne eksempelvis være en negativ indtjening. Kruskal-Wallis-testen angiver, at respondentgrupperne er meget uenige i, hvor hyppigt og hvor vigtige multipler er. Dette kommer til udtryk i en p-værdi på 0,01 og 0,01. Det skal også nævnes, at praktikerne anvender adskillelige værdiansættelsesmodeller, når de laver værdiansættelse af vækstselskaber.

"*Når vi laver værdiansættelser af virksomheder, og specielt når det er vækstselskaber, så anvender vi mange forskellige modeller til at komme et range, hvor værdien af virksomheden vil ligge i. Dette gør vi for at skabe et overbliksbillede af virksomhedens værdi. (….) Mange gange vil man sige, at en værdiansættelse er et range og altså ikke bare et punkt" (Bilag 15 - CF 16)*

Derfor kan det siges, at praktikerne søger at øge komforten omkring deres værdiestimater ved at bruge flere værdiansættelsesmodeller. Det må formodes at have en positiv indvirkning på brugen af multipler, at praktikerne forsøger at skabe større sikkerhed om deres værdiestimater ved anvendelse af flere forskellige værdiansættelsesmodeller. De multipelbaserede værdiansættelsesmodeller er brugbare til at tjekke værdiestimatet, når værdien er beregnet pba. en anden værdiansættelsesmodel (Bilag 15 – CF 1, 2, 4 & 10). Dette støttes og-

så af (Bancel & Mittoo, 2014) (Goedhart, Koller, & Wessels , 2005) (Iman, Barker, & Clubb, 2008) og (Steiger, 2008).

Kigger vi på de forskellige former for multipler, så giver praktikerne udtryk for, at EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/Omsætning er de multipler, som anvendes hyppigst. Denne observation er med til at bekræfte hypotese 2 om, at der er større fokus fra praktikerne på multipler højere oppe i resultatopgørelsen. Et generelt argument imod anvendelse af multipler fra praktikerne er, at vækstselskaberne befinder sig tidligt i livscyklussen, hvorfor det kan hænde, at et vækstselskab har negativ indtjening og stor usikkerhed omkring den fremadrettede indtjening.

"EV/omsætning er nok den vigtigste, taget i betragtning at der ofte er negativ indtjening. Jo tidligere man er i livcyklussen for en virksomhed, jo sværere er det at estimere værdien, da de kan have negativt indtjening og stor usikkerhed osv." (Bilag 15 – CF 13 & PE 3)

Måler vi både på hyppighed og vigtighed, så har EVA-modellen opnået en lavere rating i forhold til DCF og multipler. Betragter vi Kolmogorov-Smirnov-testen, så er det påvist statistisk, at både vigtigheden og hyppigheden er signifikant. Det betyder, at der er en tendens i deres svar. Denne test-værdi og den lavere svarværdi gør os i stand til at bekræfte hypotese 1. En begrundelse for, at vi kan bekræfte hypotese 1, er det faktum, at de to modeller er teoretisk betydningsbeslægtede Jf. kapitel II.

"Jeg tror ikke, at du møder nogle praktikere, der ret faktisk bruger en EVA-model. Fordi teoretisk er de ækvivalente, og DCF'en er bare hurtigere at lave, og den er nemmere at kommunikere, og det er nok det, der er vigtigst i det praktiske, det er du kan kommunikere den værdi, du er kommet frem til, til en der muligvis ikke er så kyndig i værdiansættelse. EVA modellen forstår man ikke efter en halv time, og det skulle du gerne, når du sidder foran en kunde. Så derfor, DCF er bare den gængse metode, uanset om du værdiansætter vækstvirksomheder eller modne virksomheder" (Bilag 15 – CF 4)

"DCF bruger vi hver gang – den er vigtig. Det er markedspraksis – den bruger alle" (Bilag 15 - CF 10)

Selvom de to modeller er ækvivalente, og de teoretisk vil give det samme værdiestimat, så benyttes DCF-modellen oftere frem for EVA, da DCF'en er hurtigere at lave, nemmere at kommunikere, og mere kendt blandt praktikere og personer i markedet. Blandt de udvalgte værdiansættelsesmodeller i vores empiriske analyse, så er realoptioner den type værdiansættelsesmodel, som anvendes mindst af praktikerne. Realoptioner har en svarværdi på 1,36 i forhold til vigtighed. Kolmogorov-Smirnov-testen viser en signifikans, hvorfor der er en tendens i det empiriske datamateriale. Med denne observation er vi i stand til at afvise hypotese

5 om, at det er udbredt blandt praktikerne at anvende realoptioner i værdiansættelse af vækstselskaber. Mange af praktikerne giver udtryk for, at de ikke anvender realoptioner, fordi teorien ikke er nem at anvende i praksis, og det er svært at kommunikere sådan en model. Endvidere giver de udtryk for, at det er besværligt at generere de inputdata, som skal anvendes i en realoptionsmodel. På trods af den besværlige og komplekse anvendelighed, så synes praktikerne stadigvæk, at tankegangen er god i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber (Bilag 15 – CF 1, 6, 10, 11, 13, 15). Denne holdning kommer også til udtryk i vores empiriske undersøgelse, hvor vigtigheden af realoptioner har en højere rating i forhold til hyppigheden. Ydermere konkluderer Bancel & Mittoo (2014), at de havde forventet, at højtuddannede fagfolk ville have tendens til at bruge mere komplekse metoder som realoptionsmodeller. De finder dog ikke en signifikant sammenhæng mellem respondenters erfaring (eller uddannelsesmæssig baggrund) og anvendte metode, hvilket tyder på, at deres valg primært drives af de metoder, som andre praktikere bruger (Bancel & Mittoo, 2014).

"Realoptioner er ikke noget, som vi anvender i praksis, men realoptioner er en interessant tankegang, men det er ufatteligt svært at bruge i praksis, og det er ikke en kommunikebar model, da folk (sælger red.) ikke har forståelse for konceptet" (Bilag 15 – CF 6)

Sammenfattende kan man sige, at realoptionsteorien i sin rene form ikke er med til at påvirke en værdiansættelse af et vækstselskab. Praktikerne kan dog godt lide tankegangen bag modellen.
I tabel 5 ses Kruskal-Wallis-testen. Denne test forklarer, hvorvidt der er gruppedannelse på de enkelte variabler ud fra den samlede population. Der kan ses gruppedannelse på hhv. multipler_V, multipler_H, EBITDA_V og EBITDA_H på et 5% signifikansniveau. Der er tilnærmelsesvis signifikans på EV/EBIT_H. Kruskal-Wallis-testen skal tolkes sammen med nedenstående tabel 6:

Værdiansættelsesmodeller - gruppeopdelt									
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test* for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
DCF_V	3,68	1,27	2,60	1,82	3,71	1,38	0,10	0,55	0,31
DCF_H	3,36	1,13	2,60	1,79	3,29	1,70	0,06	0,61	0,31
EVA_V	1,43	1,41	1,40	0,55	1,00	0,00	0,54	0,23	0,08
EVA_H	1,18	1,01	1,00	0,00	1,00	0,00	0,42	0,34	1,00
Multipler_V	4,11	0,86	2,80	1,30	4,71	0,76	0,02	0,17	0,01
Multipler_H	4,14	0,87	2,80	1,30	4,71	0,76	0,02	0,24	0,01
P/E_V	1,54	1,08	1,60	0,89	1,14	0,38	1,00	0,23	0,29
P/E_H	1,54	1,14	1,60	0,89	1,14	0,38	0,92	0,32	0,29
K/IV_V	1,21	0,79	1,00	0,00	1,14	0,38	0,31	0,76	0,40
K/IV_H	1,07	0,25	1,00	0,00	1,14	0,38	0,58	0,54	0,40
EV/EBIT_V	2,96	1,31	1,80	0,84	3,43	1,81	0,05	0,56	0,13
EV/EBIT_H	3,00	1,26	1,80	0,84	2,86	1,46	0,02	0,37	0,18
EV/EBITDA_V	3,57	1,39	1,80	0,84	4,43	1,51	0,01	0,15	0,02
EV/EBITDA_H	3,79	1,20	1,80	0,84	4,43	1,51	0,00	0,31	0,02
EV/OMSÆNING_V	2,96	1,39	3,20	1,64	2,14	1,46	0,97	0,11	0,20
EV/OMSÆNING_H	3,00	1,50	2,80	1,64	2,14	1,46	0,45	0,07	0,35
Realoption_V	1,36	1,10	1,00	0,00	1,29	0,49	0,31	0,82	0,21
Realoption_H	1,29	0,89	1,00	0,00	1,29	0,49	0,31	0,75	0,21

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.
* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 6 - Gruppeopdelt (Kilde: Egen tilvirkning)

Ud fra tabel 6 kan det ses, at både finansielle rådgivere og private equity fonde har en markant højere gennemsnitsværdi både på DCF_V og DCF_H i forhold til venture kapitalfonde. Denne markante forskel i gen-

nemsnitværdi kommer dog ikke til udtryk i Mann-Whitney U-testen, hvor der ikke forekommer gruppedannelse blandt respondentgrupperne, når vi kigger på DCF_V eller DCF_H (5 % signifikansniveau). Hvis vi justerer signifikansniveauet til 10%, så ville der forekomme gruppedannelse på både DCF_V og DCF_H mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde. På et 10% niveau er der eftervist, at finansielle rådgivere og venture kapitalfonde tilskriver DCF_H signifikant forskellige værdi. På baggrund af ovenstående er det delvist muligt at eftervise hypotese 3 om, at DCF anvendes oftere af finansielle rådgivere og private equity fonde end af venture kapitalfonde. Hypotesen er ikke 100% accepteret pga. manglende statistisk signifikans.

Brugen af EVA-modellen til værdiansættelse af vækstselskaber forekommer tilnærmelsesvis lige ofte blandt de tre respondentgrupper. Gennemsnitsværdierne blandt de tre respondentgrupper afviger kun med 0,40. Hverken ved anvendelse af Kruskal-Wallis- eller Mann-Whitney U-testen kan det lade sig gøre at eftervise statistisk signifikans. Dog skal det siges, at det på et 10% signifikansniveau er muligt at vise en gruppedannelse imellem private equity og venture kapitalfonde, og dermed tilskriver de EVA_H signifikant forskellige værdier. På baggrund af ovenstående vurderes det, at det ikke er muligt for os at acceptere hypotese 4 om, at Economic value added anvendes hyppigere af finansielle rådgivere og private equity end af venture kapitalfonde.

Ud fra tabel 5 og 6 er det muligt at eftervise ved brug af Mann-Whitney U testen, at der er gruppedannelse på multipler_V og multipler_H. Der er således forskel imellem private equity fonde, venture kapitalfonde og finansielle rådgivere. Private equity fonde og finansielle rådgivere vurderer, at vigtigheden og hyppigheden af multipler generelt er signifikant forskellige fra venture kapitalfondes vurdering af vigtighed og hyppighed af multipler i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. I forlængelse af den statistiske signifikans (5% signifikansniveau) for gruppedannelse i multipler generelt, har vi også kunne konstatere gruppedannelse på multiplerne EV/EBIT og EV/EBITDA, når det drejer sig om vigtigheden og hyppigheden. I tabel 5 fremgår det, at der mellem respondentgrupperne forekommer gruppedannelser når vi undersøger hele populationen. Dermed kan det eftervises, at de tre respondentgrupper angiver svar, der er signifikant forskelligt på EV/EBIT og EV/EBITDA. Tager vi udgangspunkt i Mann-Whitney U-testen, er det muligt at eftervise gruppedannelse imellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde på følgende multipler: EV/EBIT_V, EV/EBIT_H, EV/EBITDA_V og EV/EBIT_H (5% signifikansniveau). Endvidere kan der konstateres gruppedannelse mellem private equity fonde og venture kapitalfonde på EV/EBITDA_V og EV/EBIT_H. Der er ikke signifikant gruppedannelse imellem private equity og finansielle rådgivere. Det har i øvrigt ikke været muligt at angive gruppedannelse på de andre multipler. Derfor kan vi med statistisk signifikans slå fast, at venture kapitalfondene vurderer, at vigtigheden og hyppigheden ved EV/EBIT og EV/EBITDA i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber er mindre informativ og bidragende. De ligger større vægt på

EV/Omsætning end de øvrige respondentgrupper, da venture kapitalfonde fokuserer mere på vækst end indtjening i selskaberne.

Som tidligere beskrevet, så er realoptioner den værdiansættelsesmetode, som er mindst benyttet. Når man kigger på grupperne imellem, så har private equity fondene og finansielle rådgivere nærmest den samme gennemsnitsværdi på vigtigheden af modellen på henholdsvis 1,36 og 1,29. Herefter følger venture kapitalfondene med en værdi på 1,00. I en vurdering af praktikernes benyttelse af modellen, så rater både private equity fondene og finansielle rådgivere den til 1,29, hvorimod venture kapitalfonde ligeså rater benyttelsen til 1. Hverken ved anvendelse af Kruskal-Wallis- eller Mann-Whitney U-testen kan det lade sig gøre at eftervise gruppedannelse for realoptionsteorien. Dette skyldes givetvis, at antallet af respondenter fra den samlede population, som anvender modellen er lavt, hvorfor det kan være svært at påvise statistisk signifikans.

3.7.2 Discounted Cash flow-modellen

3.7.2.1 Benyttelse af discounted cash flow-modellen af respondenterne

Som tidligere nævnt, er det DCF-modellen, som benyttes oftest. Når praktikerne skal beregne det frie cash flow, så budgetterer 100% af respondenterne de underliggende faktorer (Bilag 6).

"Vi laver altid den fulde budgettering – Altså fuld P&L, balance og pengestrømme. Ser symmetrien i modellen og så fremskriver den i 5-10 år og ser, om det giver mening" (Bilag 15 – PE 3).

Hvis vi tester, om der kan påvises signifikans om gennemsnitsværdien er højere end 50%, så er det muligt at påvise dette på budgettering af de underliggende faktorer (5% signifikansniveau) (Bilag 6). Det har dog ikke været muligt at eftervise signifikant gruppedannelse på budgettering af de underliggende faktor til DCF'en, når vi har anvendt en χ^2 test på hele populationen (Bilag 6).

3.7.2.2 Underliggende inputfaktorer

Når vi nedbryder det frie cash flow til de enkelte komponenter, og når de segmenteres ud fra vores prædefinerede informationskilder, så svarer praktikerne følgende:

Input til DCF-modellen - totalpopulation						
		Gennemsnit	Std. Afv.	t-stat - Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
Historiske regnskaber	Omsætning	3,67	1,20	0,01	0,00	0,95
	Omkostninger	4,13	0,87	0,00	0,00	0,89
	Arbejdskapital	3,88	1,19	0,00	0,00	0,07
	Afskrivninger	3,42	1,50	0,19	0,01	0,29
	Anlægsomkostninger	3,58	1,32	0,04	0,00	0,09
	Vækstrate	1,79	1,32	0,00	0,00	0,61
	WACC	1,67	0,96	0,00	0,00	0,99
	Gennemsnit	3,16				
Benchmark-virksomheder	Omsætning	3,80	1,14	1,00	0,10	0,38
	Omkostninger	3,50	1,10	1,00	0,10	0,42
	Arbejdskapital	2,79	1,25	0,42	0,10	0,05
	Afskrivninger	2,46	1,18	0,03	0,01	0,64
	Anlægsomkostninger	2,79	1,22	0,41	0,25	0,29
	Vækstrate	3,80	1,56	0,25	0,00	0,08
	WACC	3,46	1,53	0,16	0,10	0,17
	Gennemsnit	3,23				
Strategiske analyser	Omsætning	4,17	1,20	0,00	0,00	0,55
	Omkostninger	3,88	1,33	0,00	0,00	0,50
	Arbejdskapital	2,88	1,51	0,69	0,03	0,19
	Afskrivninger	2,63	1,47	0,22	0,01	0,74
	Anlægsomkostninger	3,58	1,44	0,06	0,00	0,02
	Vækstrate	2,83	1,74	0,64	0,00	0,12
	WACC	2,79	1,44	0,49	0,01	0,57
	Gennemsnit	3,25				

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5
* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.
** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.
*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 7 - Totalpopulation - DCF-Model (Kilde: Egen tilvirkning)

Indleder vi med at kigge på den gennemsnitlige værdi, som er et gennemsnit af svarværdien fra besvarelserne, så er det de strategiske analyser, der lægges størst vægt på.

"Strategiske analyser er super interessante, da det er jo er dem, som skal ligge grundlaget for den vækstrejse, som vi forhåbentligt skal ud på" (Bilag 15 - CF 1)

Efterfulgt af de strategiske analyser har vi benchmark-virksomheder med den næst højeste gennemsnitlige svarværdi. Historiske regnskaber bliver scoret lavest, og respondenterne tillægger dermed de historiske regnskaber den mindste værdi imellem informationskilderne. En grund til, at de historiske regnskaber anvendes mindre som informationskilde end de to andre, kan skyldes, at den information, som historiske regnskaber genererer, er meget bagudrettet information, mens man ved værdiansættelse af eksempelvis vækstselskaber kigger mere fremadrettet.

"Historiske regnskaber siger lidt om trenden, men den siger ikke så meget om fremtiden" (Bilag 15 - PE 3)

"De historiske regnskaber vil du ikke få meget information ud af, da virksomheden er i vækst og de historiske regnskaber har ingen forklaringsgrad for fremtiden". (Bilag 15 – CF 10)

Endvidere kan der argumenteres for, at historiske regnskaber kan skabe en vildledende forståelse af selskabets forventede fremtidige performance. Historiske regnskaber kan i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber skabe en vildledende forståelse af fremtiden, da disse selskaber er karakteriseret ved at have dynamiske regnskabstal (jf. afsnit 1.5), og mange gange har selskabet heller ikke aflagt mange regnskaber. Alt dette er med til at reducere informationsværdien ved de historiske regnskaber.

Af tabel 7 ses, at de historiske regnskaber har en gennemsnitlig værdi på 3,16, benchmark-selskaber opnår et gennemsnit på 3,23, og strategiske analyser rates til 3,25. Ud fra ovenstående beskrivelse er det muligt for os at konkludere, at respondenterne tillægger de historiske regnskaber (informationskilde) den laveste værdi, i forbindelse med at budgettere DCF'en. Derfor accepteres hypotese 6 – vedrørende DCF-modellen – som angiver at vækstselskaber er kendetegnet ved, at der er stor usikkerhed i forhold til udviklingen i væksten fremadrettet. Historiske regnskabsdata vil derfor ofte give et mangelfuldt billede af selskabets fremtidige potentiale.

Ud fra Kolmogorov-Smirnov-testen på de enkelte faktorer viser testen, at der er en signifikant tendens i svarværdierne på størstedelen af faktorerne, hvorfor det er muligt at afvise, at respondenternes svarværdier er ligeligt fordelt på skalaen. Ud fra den empiriske analyse og nedenstående tabel 8, så er det ikke muligt at påvise hypotese 10 om, at venture kapitalfonde tillægger de strategiske analyser som informationskilde til budgettering i forbindelse med værdiansættelse med DCF højere vægt end private equity og finansielle rådgivere.

Input til DCF-modellen - gruppedelt										
		Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test* for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
		Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Historiske regnskaber	Omsætning	3,75	1,00	3,00	2,83	3,67	1,37	0,77	1,00	0,73
	Omkostninger	4,19	0,83	4,00	1,41	4,00	0,89	0,82	0,64	1,00
	Arbejdskapital	4,06	1,06	1,50	0,71	4,17	0,75	0,03	0,97	0,04
	Afskrivninger	3,44	1,50	2,00	1,41	3,83	1,47	0,19	0,57	0,12
	Anlægsomkostninger	3,62	1,31	1,50	0,71	4,17	0,75	0,06	0,46	0,04
	Vækstrate	1,88	1,41	1,00	0,00	1,83	1,33	0,31	0,93	0,38
	WACC	1,63	0,89	1,50	0,71	1,83	1,33	1,00	0,86	1,00
	Gennemsnit	3,22		2,07		3,36		0,46	0,78	0,47
Benchmark virksomheder	Omsætning	2,81	1,22	4,00	1,41	3,17	0,75	0,23	0,43	0,37
	Omkostninger	3,19	1,05	2,00	1,41	2,83	1,17	0,20	0,61	0,39
	Arbejdskapital	3,25	0,93	1,00	0,00	2,17	1,47	0,03	0,12	0,25
	Afskrivninger	2,63	1,09	2,00	1,41	2,17	1,47	0,50	0,55	0,86
	Anlægsomkostninger	2,94	1,24	1,50	0,71	2,83	1,17	0,13	0,85	0,17
	Vækstrate	3,88	1,48	1,00	0,00	2,00	1,55	0,61	0,13	0,38
	WACC	2,94	1,36	2,50	0,71	2,67	1,86	0,12	0,16	1,00
	Gennemsnit	3,09		2,00		2,55		0,26	0,41	0,49
Strategiske analyser	Omsætning	3,94	1,39	4,50	0,71	4,67	0,52	0,71	0,29	0,69
	Omkostninger	3,75	1,34	3,00	2,83	4,50	0,55	0,77	0,24	0,58
	Arbejdskapital	3,00	1,41	1,00	0,00	3,17	1,72	0,06	0,76	0,14
	Afskrivninger	2,75	1,48	2,00	1,41	2,50	1,64	0,52	0,65	0,58
	Anlægsomkostninger	3,44	1,41	1,50	0,71	4,67	0,52	0,10	0,04	0,03
	Vækstrate	3,31	1,62	1,00	0,00	2,17	1,84	0,08	0,18	0,38
	WACC	3,00	1,51	2,50	0,71	2,33	1,51	0,51	0,35	0,86
	Gennemsnit	3,31		2,21		3,43		0,39	0,36	0,47

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.
* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 8 – Gruppeopdelt - DCF-model (Kilde: Egen tilvirkning)

Ud fra ovenstående tabel 8 angives det, at respondentgruppernes svar på anvendelse af de strategiske analyser er omvendt vores forventninger. Det er private equity fondene, som vægter de strategiske analyser højest. Det skal pointeres, at der ikke kan påvises signifikant gruppedannelse pba. en Mann-Whitney U-test. Dette har den implikation at de 3 respondentgrupper ikke tillægger de strategiske analyser forskellige svarværdier.

Ved omsætning er det de strategiske analyser som er de mest anvendelige. Ved omkostningerne er det historiske regnskaber som informationskilde, der er vigtige. Dette kunne skyldes, at historiske regnskaber er gode til at vurdere niveauet af et selskabs omkostningsbase (Bilag 15 – CF 1). Efterfølgende kommer strategiske analyser, da de kan være med til at vurdere et vækstselskabs fremadrettede nødvendige tilføjelser af omkostninger samt vurdere vækstselskabets potentielle marginer fremadrettet. Ser vi eksempelvis på WACC, så er det oftest på baggrund af benchmark-selskaber som informationskilde, at WACC'en estimeres.

I tabel 7 og 8 kan det ved hjælp af en Kruskal-Wallis-test og en Mann Whitney U-test argumenters for, at der er få tilfælde, hvor der har vist sig en tendens i forhold til gruppedannelse. Der er gruppedannelse på variablen arbejdskapital og CAPEX (historiske regnskaber) imellem venture kapitalfonde og finansielle rådgivere samt venture kapitalfonde og private equity. Der er igen gruppedannelse på arbejdskapitalen (Benchmark-selskaber) imellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde. På strategiske analyser som informationskilde er der for tredje gang gruppedannelse på arbejdskapitalen. Endvidere er der også gruppedannelse på CAPEX mellem finansielle rådgivere og private equity samt private equity og venture kapitalfonde. Dette betyder, at de forskellige respondentgrupper tillægger forskellige svarværdier til inputvariablen.

3.7.3 Economic Value Added - modellen

3.7.3.1 Benyttelse af economic value added - modellen af respondenterne

Den empiriske analyse vedrørende brugen af EVA-modellen i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber skal ses med det forbehold, at der blot er 2 respondenter, som benytter modellen. Det har den implikation, at det er svært at eftervise statistisk signifikans på de enkelt faktorer.

Ud af hele populationen af respondenter, så er det kun 7,4 % af respondenter, som anvender EVA-modellen, og det er 100 % af respondenterne, som budgetterer de underliggende faktorer. Omvendt er det 0%, som fremskriver AG. Binomialtesten viser, at der er en signifikans sandsynlighed på 0,0%, men dette skyldes, at det kun er 2 respondenter, som har besvaret spørgsmålet (Bilag 6). I forbindelse med indsamling af data til den empiriske analyse, så gav de to respondenter, som benyttede EVA-modellen, udtryk for, at det var det samme budget, som opstilles, når de skal lave en DCF-værdiansættelse. Dette giver også intuitivt god mening, da de to modeller er ækvivalente.

I forbindelse med X^2-testen, så er det ikke muligt at påvise gruppedannelse for hele populationen. Endvidere er det heller ikke muligt at påvise gruppedannelse imellem vores tre respondentgrupper (Bilag 6). Det har den betydning, at de 3 respondentgrupper ikke svarer signifikant forskelligt fra hinanden på spørgsmålet om, hvorvidt de budgetterer de underliggende elementer, eller om de fremskriver AG direkte.

3.7.3.2 Underliggende inputfaktorer

Input til EVA-modellen - totalpopulation						
		Gennemsnit	Std. Afv.	t-stat - Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
Historiske regnskaber	Omsætning	3,00	1,41	1,00	0,70	N/A
	Omkostninger	3,50	0,71	0,50	0,70	N/A
	Arbejdskapital	3,00	1,41	1,00	0,70	N/A
	Afskrivninger	2,50	2,12	0,80	0,70	N/A
	Anlægsomkostninger	3,00	1,41	1,00	0,70	N/A
	Vækstrate	1,00	0,00	N/A	N/A	N/A
	WACC	1,00	0,00	N/A	N/A	N/A
	Gennemsnit	2,43				
Benchmark virksomheder	Omsætning	3,50	0,71	0,50	N/A	N/A
	Omkostninger	4,00	0,00	1,00	0,70	N/A
	Arbejdskapital	4,00	0,00	1,00	N/A	N/A
	Afskrivninger	3,50	0,71	0,50	N/A	N/A
	Anlægsomkostninger	4,00	0,00	1,00	0,70	N/A
	Vækstrate	3,50	2,12	0,80	0,70	N/A
	WACC	4,50	0,71	0,21	0,70	N/A
	Gennemsnit	3,86				
Strategiske analyser	Omsætning	4,00	0,00	1,00	N/A	N/A
	Omkostninger	4,00	0,00	1,00	N/A	N/A
	Arbejdskapital	3,00	1,41	1,00	0,70	N/A
	Afskrivninger	3,00	1,41	1,00	0,70	N/A
	Anlægsomkostninger	4,00	0,00	1,00	N/A	N/A
	Vækstrate	4,50	0,71	0,21	0,70	N/A
	WACC	4,00	0,00	1,00	N/A	N/A
	Gennemsnit	3,79				

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5
* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.
** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.
*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 9 - Totalpopulation - EVA-model (Kilde: Egen tilvirkning)

I ovenstående tabel 9 ses, at praktikerne (kun to besvarelser) ikke har samme prioritering i forhold til informationskilder, som de havde i afsnit 3.7.2.2 vedrørende DCF. Af tabel 9 fremgår det, at historiske regnskaber har en gennemsnitlig værdi på 2,43, benchmark-virksomheder har en værdi på 3,86, og strategiske analyser har en værdi 3,79. På grund af, at der kun er 2 respondenter, som benytter EVA-modellen, har det ikke været muligt at beregne og analysere testværdien i henhold til Kruskal-Wallis- og Mann-Whitney U-testen. Det har den påvirkning, at det ikke muligt for os at konkludere noget på baggrund af hypotese 6 vedrørende EVA-modellen. Endvidere har det også den implikation, at det ikke er muligt for os at identificere gruppedannelse på populationen eller imellem de tre respondentgrupper.

Input til EVA-modellen - gruppedelt										
		Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test* for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
		Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Historiske regnskaber	Omsætning	3,00	1,41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Omkostninger	3,50	0,71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Arbejdskapital	3,00	1,41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Afskrivninger	2,50	2,12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Anlægsomkostninger	3,00	1,41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Vækstrate	1,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	WACC	1,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Gennemsnit	2,43		N/A		N/A		N/A	N/A	N/A
Benchmark virksomheder	Omsætning	3,50	0,71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Omkostninger	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Arbejdskapital	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Afskrivninger	3,50	0,71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Anlægsomkostninger	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Vækstrate	3,50	2,12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	WACC	4,50	0,71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Gennemsnit	3,86		N/A		N/A		N/A	N/A	N/A
Strategiske analyser	Omsætning	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Omkostninger	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Arbejdskapital	3,00	1,41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Afskrivninger	3,00	1,41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Anlægsomkostninger	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Vækstrate	4,50	0,71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	WACC	4,00	0,00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Gennemsnit	3,79		N/A		N/A		N/A	N/A	N/A

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.
* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 10 - Gruppeopdelt - EVA-model (Kilde: Egen tilvirkning)

Ud fra ovenstående tabel 10, så kan hypotese 10 ikke afvises. Venture kapitalfonde benytter ikke modellen, hvorfor det er svært at afvise hypotesen.

3.7.4 Multipler

3.7.4.1 Benyttelse af multipler af respondenterne

Den multipelbaserede værdiansættelsesmetode er ifølge vores respondenter en ofte anvendt metode i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Hele 96% af respondenterne har angivet, at multipelbaseret værdiansættelse i nogen grad indgår i forbindelse med deres værdiansættelse (Bilag 6). Dette skyldes bl.a., at respondenterne finder metoden let at kommunikere, og forståelsen hos kunderne er højere. Endvidere anvender flere praktikere også multipelmetoden som sikkerhedstjek.

"Så EV/Omsætning vil få et 4-tal, men det skal siges, at det vil være DCF-modellen, som vil være styrende, hvor EV/omsætning og andre multipler mere vil være sanity checks." (Bilag 15 – CF 1)

"Multipler kan være anvendes som sanity check og prismekanisme." (Bilag 15 - CF 10)

I forbindelse med estimering af inputfaktorerne har 75% af vores respondenter svaret, at inputfaktorerne er bestemt ved estimering af nøgletal for budgetår, hvorimod de resterende 29% anvender nøgletal fra selskabets seneste regnskab (Bilag 6). Grunden til, at den procentvise andel summer til mere end 100% er fordi, en af respondenterne har angivet, at de anvender både nøgletal for budgetår samt seneste regnskabsår. Begrundelsen for, at flertallet af praktikerne anvender nøgletal for budgetår, er, at man ved vækstselskaber i højere grad tager højde for det vækstpotentiale, der i fremtiden ligger i selskabet. Dette anbefales også af andre forskere at anvende fremadrettede multipler (Goedhart, Koller, & Wessels , 2005).

"Vi vil altid estimere nøgletal for budgetår. Når det er vækst, vi har at gøre med, så er det jo altid fremtiden, som man kigger ind i." (Bilag 15 – CF 1)

"Alle de transaktioner, jeg har været med til, handles der altid på en budgetteret multipel, der bygger på budgettet. Dette er også det, som køber "køber" sig ind i og skal betale for. Og ved vækst virksomheder er det specielt fremtiden, der er vigtig." (Bilag 15 - CF 15).

Flere af vores respondenter angiver i forbindelse med multipelbaseret værdiansættelse, at flere af multiplerne ikke giver mening at anvende eller ikke kan anvendes grundet det datagrundlag, de har til rådighed i forbindelse med estimering af inputfaktorerne.

"Multipler anvender vi også altid, men det er klart, hvis vi har at gøre med en virksomhed, som ikke er rentabel, så har du selvfølgelig svært ved at anvende multipler. Men det er klart, hvis du køber en virksomhed, som ikke er rentabel, så er der en række multipler, som ikke giver mening og især de multipler, som indeholder bogførte balance poster er jo endnu mere off, når vi snakker om vækstvirksomheder."(Bilag 15 - PE 1)

"P/E vil vi næste aldrig anvende, da den normalvis vil være negativt for vækstvirksomheder". (Bilag 15 – CF 1)

3.7.4.2 Underliggende inputfaktorer

Vi har for multipler ligeledes forhørt vores respondenter til de informationskilder de anvender, når de projekterer tallene til multipelbaseret værdiansættelse. I vores spørgeskema har vi angivet tre mulige informationskilder, som praktikerne har ratet fra 1-5 i forhold til vigtighed. Tabel 11 viser ratingen af de tre mulige informationskilder.

Input til multipler - totalpopulation					
	Gennemsnit	Std. Afv.	t-stat Sig. (2-talied)*	Kolomogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
Historiske regnskaber	3,30	1,26	0,30	0,16	0,34
Benchmark-virksomheder	4,15	1,04	0,00	0,00	0,95
Strategisk analyse	3,85	1,31	0,01	0,00	0,21

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5

* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.

** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.

*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 11 - Totalpopulation - Multipler (Kilde: Egen tilvirkning)

Her ses at benchmark-virksomheder har fået den højeste rating af de tre informationskilder efterfulgt af strategiske analyser og historiske regnskaber, som har fået den laveste rating. Den høje rating for benchmark-virksomheder kommer også til udtryk i vores Kruskal-Wallis-test, som viser en p-værdi på hele 95%. Derved er der stor konsensus omkring svarværdien. Hypotese 6 kan derfor accepteres, som siger, at de historiske regnskabsdata er den kilde til information, som praktikerne tilskriver den mindste værdi i forhold til budgettering.

En mulig årsag til, at benchmark-virksomheder har den højeste rating i forhold til at være en informationskilde, kan skyldes, at informationen fra benchmark-virksomheder kan være med til at gøre aktøren i stand til at forstå mismatch mellem selskabets performance og dens konkurrenter og facilitetere konstruktive diskussioner, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er (Goedhart, Koller, & Wessels , 2005).

Kolmogorov-Smirnov-testen viser, at benchmark-virksomheder og strategiske analyser er informationskilder, hvor der forekommer grupperinger inden for visse svarkategorier. Endvidere viser testen, at der ikke er en tendens i svarene på de historiske regnskaber. Dermed kan det også afvises, at respondenternes svar er ligeligt fordelt på rating skalaens fem niveauer for henholdsvis benchmark-virksomheder og strategiske analyser. Kruskal-Wallis-testen viser ingen statistisk signifikans på et 5% signifikansniveau, hvilket har den implikation at der ikke er gruppedannelse blandt respondenterne.

Input til multipler - gruppeopdelt									
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Historiske regnskaber	3,38	1,32	2,00	1,41	3,60	0,89	0,21	0,83	0,87
Benchmark-virksomheder	4,23	0,92	4,00	1,41	4,00	1,41	0,77	0,82	1,00
Strategisk analyse	3,54	1,45	5,00	0,00	4,20	0,83	0,11	0,44	0,20

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.

* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 12 - Gruppeopdelt - Multipler (Kilde: Egen tilvirkning)

Ovenstående tabel viser endvidere, at gennemsnitsværdien på strategisk analyse er højere hos venture kapitalfondene end private equity og finansielle rådgivere. Dette giver meget god mening i og med, at venture kapitalfondene indtræder tidligere i selskabets livscyklus end de to andre. Ud fra tabellen kan vi også se, at venture kapitalfondene rater de historiske regnskaber lavere end de to andre, hvilket er naturligt, da de investerer tidligere, og derved er de historiske regnskaber mindre anvendelige som informationskilder til multipelbaserede værdiansættelse. Det giver derfor også god mening, at venture kapitalfondene tillægger de strategiske analyser som informationskilde en højere svarværdi. Dette kommer dog ikke til udtryk i Mann-Whitney U-testen, hvor der ikke forekommer gruppedannelse blandt respondentgrupperne, når vi kigger på strategisk analyse (5% signifikansniveau). Hvis signifikansniveauet justeres til 10%, viser tabellen, at der igen ikke forekommer gruppedannelse blandt respondentgrupperne, vi er dog meget tæt på at kunne se en gruppedannelse på strategisk analyse mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde. Ud fra ovenstående tabel er det dog ikke muligt statistisk at eftervise hypotese 10, som siger, at venture kapitalfondene tillægger de strategiske analysemodeller som informationskilde til brug af værdiansættelse med multipler højere værdi, end private equity fonde og finansielle rådgivere, og hypotese 10 kan hermed ikke accepteres. Praktikernes besvarelser tenderer dog til en accept af hypotese 10, hvis der kigges bort fra de statistiske betragtninger.

Det angives også ved hjælp af binomialtesten, at respondenternes svar vedrørende, hvorvidt de anvender budgetåret i forbindelse med multipelbaseret værdiansættelse, er signifikant højere end 0,5%. For de resterende 29%, der i stedet anvender tidligere regnskabsår, kan der også identificeres signifikans (Bilag 6). Vi har ligeledes fortaget en x^2-test for at identificere gruppedannelser blandt de 3 respondentgrupper. Testen viser, at der ikke er gruppedannelse. Det kan derfor ikke påvises at respondentgrupperne er fra en og samme population (Bilag 6).

3.7.5 Realoptioner

3.7.5.1 Benyttelse af realoptioner af respondenterne

Realoptionsteorien er en af de metoder, som praktikerne målt på vigtighed og hyppighed rater lavest i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Kun 18% af vores respondenter har angivet, at de anvender realoptionsteorien i forbindelse med deres værdiansættelse (Bilag 10).
Praktikerne begrunder bl.a. den lave rating med, at teorien er svær og kompleks.

"Jeg tror, real optionsteorien er et meget stærkt værktøj til vækstvirksomheder, men det er bare utroligt svært og komplekst" (Bilag 15 - PE 4)

"Det er bare endnu flere inputs og antagelser i noget, hvor der er mange antagelser i forvejen. Nogle gange skal man passe på med at bruge for mange antagelser, og man skal gøre det så simpelt som muligt, når man kigger på vækstvirksomheder." (Bilag 15 - PE 4)

Vi har i vores data observeret, at flere af de adspurgte praktikere på trods af en lav rating mener, at realoptionsmodeller har en relevans i en værdiansættelse af vækstselskaber. Flere forsøger at tage højde for eksistensen af evt. realoptioner i selskabet, men dette udtrykkes ikke i en realoptionsmodel.

"Så er der real optioner, nu talte vi tidligere om, at man kan jo godt lave scenarier inden for din DCF og multipler, så indirekte kan du jo godt sige, at det er en real option, men jeg er ikke sikker på, at vi nogensinde har brugt det med rent faktisk at lave det binomiale træ og putte sandsynligheder på og så videre (...) Så indirekte ja, men eksplicit aldrig." (Bilag 15 - CF 4)

3.7.5.2 Underliggende inputfaktorer

Som nævnt ovenfor anvender kun 5 af vores respondenter, hvilket svarer til 18% af populationen, realoptionsmodeller. Det lave antal af respondenter, som anvender realoptionsmodeller, har en naturlig indflydelse på, at resultaterne ikke er så repræsentative. I nedestående tabel fremgår det, hvilke strategiske analyser disse praktikere vurderer er vigtigst i forbindelse med at spotte realoptioner.

Realoptioner - totalpopulation					
	Gennemsnit	Std. afv.	t-stat Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
PEST(EL)_V	1,29	0,89	0,00	0,00	0,29
PEST(EL)_H	1,11	0,41	0,00	0,00	0,45
Porter's diamond_V	1,21	0,83	0,00	0,00	0,45
Porter's diamond_H	1,18	0,77	0,00	0,00	0,45
Porter's Five forces_V	1,54	1,34	0,00	0,00	0,18
Porter's Five forces_H	1,39	1,16	0,00	0,00	0,29
Værdikædeanalyse_V	1,68	1,49	0,00	0,00	0,11
Værdikædeanalyse_H	1,50	1,29	0,00	0,00	0,18
Livscyklusmodellen_V	1,43	1,10	0,00	0,00	0,18
Livscyklusmodellen_H	1,32	0,98	0,00	0,00	0,29
Ansoff's Vækstmatrice_V	1,25	0,92	0,00	0,00	0,45
Ansoff's Vækstmatrice_H	1,14	0,52	0,00	0,00	0,45
BCG_matricen_V	1,32	0,98	0,00	0,00	0,29
BCG_matricen_H	1,14	0,52	0,00	0,00	0,45
SWOT_V	1,46	1,20	0,00	0,00	0,18
SWOT_H	1,36	1,09	0,00	0,00	0,29

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5

* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.

** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.

*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 13 - Totalpopulation (Kilde: Egen tilvirkning)

Det fremgår af ovenstående tabel, at værdikædeanalysen blandt de 5 praktikere bliver betragtet som den vigtigste analysemodel, og det er ligeledes værdikædeanalysen, der bliver anvendt hyppigst.

Ud fra de forskellige tests, som er anvendt, er der i Kolmogorov-Smirnov-testen et signifikant resultat på samtlige af de angivne analysemodeller. Kolmogorov-Smirnov-testen viser derved, at der for samtlige strategiske analysemodeller er en tendens i vores empiriske datasæt, hvorfor der er en tilbøjelighed til at vores respondenter grupperer deres svarværdier omkring de lave værdier. Kruskal-Wallis-testen viser endvidere på et 5% signifikansniveau, at der ikke forekommer nogle gruppedannelser på de enkelte variabler ud fra den samlede population.

3.8 Kvalitative faktorer til værdiansættelse af vækstselskaber

3.8.1 Benyttelse af kvalitative faktorer af respondenterne

I afsnittet forinden havde vi fokus på de kvantitative faktorer til værdiansættelse af vækstselskaber. I dette afsnit vil vi have fokus på de mere kvalitative del af en værdiansættelsen. Vi vil kigge på respondenternes brug af kvalitative analytiske faktorer og strategiske analysemodeller i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber.

Det er klart, jo mere early stage vi går, jo mere bliver kvalitative faktorer vigtige. Det siger sig selv. Nu når vi snakker om vækstvirksomheder (Bilag 15 – PE 2).

Ud fra ovenstående citat fra en respondent og vores definition på en vækstselskaber jf. afsnit 1.5, ville man have den forventning, at praktikerne vil anvende de kvalitative faktorer som grundlag for en værdiansættelse, og derfor vil disse have en større betydning, når vi snakker værdiansættelse af vækstselskaber. Dette forhold

er dog ikke afspejlet i tabel 14, hvor 61% af respondenterne har vurderet, at de kvantitative faktorer er vigtigere sammenholdt med de kvalitative faktorer. På et 5 % signifikansniveau er denne andel ikke større end 50% i den ikke-parametriske binomialtest. Endvidere anser 39% af respondenterne kvalitative faktorer som værende vigtige. Ud fra en binomialtest er det ikke muligt at påvise signifikans på respondenternes svar.

Kvantitative og kvalitative faktorer - Totalpopulation				
	Gennemsnit	Std. Afv.	Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)*	Chi2-Test**
Kvantitative faktorer	0,61	0,50	0,35	0,20
Kvalitative faktorer	0,39	0,50	0,35	0,20

Kvantitative og kvalitative faktorer - Gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity	
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.
Kvantitative faktorer	0,75	0,45	0,40	0,55	0,43	0,54
Kvalitative faktorer	0,25	0,45	0,60	0,55	0,57	0,54

Kvantitative og kvalitative faktorer - chi2-test for 2 uafhængig samples***			
	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Kvantitative faktorer	0,15	0,14	0,92
Kvalitative faktorer	0,15	0,14	0,92

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .
* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare kvantitative og kvalitative faktorer
** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser
*** Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 14 - Totalpopulation (Kilde: Egen tilvirkning)

Mulige årsager til, at respondenterne svarer modsat end det forventede, kan skyldes, at kvalitative faktorer er sværere faktorer at analysere og kvantificere i form af, hvad de betyder. Endvidere nævner adskillelig respondenter, at man med kvantitative faktorer har mulighed for at afdække meget strategisk via. kvantitative analyser.

"De kvalitative faktorer er også de sværeste faktorer at analysere og kvantificere i form af, hvad betyder det, at man har en 12-tals CEO eller 10-tals CEO." (Bilag 15 - PE 3)

"(….) kvantitative faktorer, da man har mulighed for at afdække meget strategisk via kvantitative analyser. Vi vil gerne sætte nogle tal på det, så vi har mulighed for at cementere noget." (Bilag 15 – PE 4)

Ud fra ovenstående er det delvist muligt at afvise hypotese 8, om at praktikerne tillægger de kvantitative faktorer mindre værdi end de kvalitative faktorer. Det er dog ikke muligt at afvise hypotesen fuldt ud pga. manglende statistisk signifikans på vores binomialtest.
Det skal dog bemærkes, at respondenterne kun har haft mulighed for at vælge enten kvantitative- eller kvalitative faktorer. Nogle af respondenterne anser dog de to typer af faktorer som værende ligeværdige, men de har stadigvæk valgt en af faktorerne ud fra den betragtning om, hvad er mest værditilførende i forhold til en værdiansættelse af vækstselskaber. At respondenterne anser faktorerne som ligeværdige, kan skyldes, at de to faktorer betragtes hver for sig, men at de bidrager begge med en andel til værdisætningen.

Vi ser det som et væsentlig element at kunne kvantificere de kvalitative input i forbindelse med en værdiansættelse af vækstselskaber, da disse vækstselskaber er kendetegnet ved en stor volatilitet og få kvantitative data jf. afsnit 1.5.

Tester vi populationen for gruppedannelse med en χ^2 test, så viser testen, at der ikke er tendens til gruppedannelse på et 5% signifikansniveau. Tester vi de tre respondentgrupper op i mod hinanden med baggrund i en χ^2 test, så viser testene, at der ikke forekommer gruppedannelse imellem de tre respondentgrupper. Det ses i tabel 14, at private equity og venture kapitalfonde svarer tilnærmelsesvis ensartet, da det ikke er muligt at påvise gruppedannelse (92% signifikansniveau). En mulig årsag til, at disse to respondentgrupper svarer meget ens, kan skyldes, at private equity og venture kapitalfonde investerer i selskaber, hvor kvalitative faktorer som eksempelvis eksekveringsevne og ledelsen er vigtige. Dette ses også i tabel 14, hvor både private equity og venture kapitalfonde svarer, at kvalitative faktorer er vigtigst sammenholdt med kvantitative faktorer.

"Det er mere bare en generelt vurdering af ledelsen om deres troværdighed, kompetencer, deres muligheder og deres eksekveringsevne. Deres eksekveringsevne er key. Du kan have verdens bedste forretningsmodel, men hvis du ikke kan finde ud af at eksekvere, så sker der aldrig en skid". (Bilag 15 – PE 3)

Ud fra ovenstående tabel og beskrivelse kan hypotese 9, som angiver, at venture kapitalfonde tillægger de kvantitative faktorer mindre værdi frem for kvalitative faktorer, end tilfældet er for finansielle rådgivere og private equity fonde, kan man ud fra respondenternes svarværdier acceptere denne hypotese, men kigger vi på vores x^2 test viser denne ingen signifikans, og resultatet kan derfor ikke afspejles i den statistiske test.

3.8.2 Analytiske faktorer

I dette afsnit ser vi nærmere på de analytiske faktorer i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber.

Analytiske faktorer - totalpoulation					
	Gennemsnit	Std. Afv.	t-stat - Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
Tidligere regnskaber_V	3,64	1,31	0,02	0,00	0,54
Tidligere regnskaber_H	4,14	1,18	0,00	0,00	0,37
Virksomhedens budgetter_V	4,68	0,61	0,00	0,00	0,95
Virksomhedens budgetter_H	4,40	0,61	0,00	0,00	0,60
Brancherapport_V	4,07	0,86	0,00	0,00	0,26
Brancherapport_H	3,95	0,93	0,00	0,00	0,04
Ledelsen track-record_V	3,75	1,32	0,06	0,00	0,14
Ledelsen track-record_H	3,89	1,26	0,00	0,00	0,44
Dialog med ledelsen_V	4,43	1,07	0,00	0,00	0,18
Dialog med ledelsen_H	4,46	1,07	0,00	0,00	0,23
Forretningsplan_V	4,36	0,83	0,00	0,00	0,86
Forretningsplan_H	4,36	0,83	0,00	0,00	0,86
Sammenlignelige Virksomheder_V	4,04	0,84	0,00	0,00	0,19
Sammenlignelige Virksomheder_H	3,90	0,85	0,00	0,00	0,02
Organisationens know-how_V	3,75	1,21	0,00	0,00	1,00
Organisationens know-how_H	4,46	1,29	0,07	0,02	0,92
Dit personlige branchekendskab_V	3,39	1,13	0,08	0,00	0,97
Dit personlige branchekendskab_H	3,50	1,29	0,05	0,00	0,76
Din personlige "Gut-feeling"_V	3,82	1,12	0,00	0,00	0,10
Din personlige "Gut-feeling"_H	3,86	1,18	0,00	0,00	0,71

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5
* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.
** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.
*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 15 - Totalpopulation (Kilde: Egen tilvirkning)

Ud fra ovenstående tabel 15 kan det ses, at størstedelen af analytiske faktorer er signifikant forskellige fra 3. Endvidere kan vi konkludere ud fra Kolmogorov-Smirnov-testen, at det på et 5% signifikansniveau er muligt at notere sig en tendens i vores analytiske faktorer.

Respondenterne i den empiriske undersøgelse rater selskabets budgetter, dialog med ledelsen og forretningsplaner for værende de vigtigste. De har en svarværdi på henholdsvis 4,68, 4,43 og 4,36.

"Virksomheden budgetter er super interessant, da der bliver sat nogle ord på, hvordan vi skal nå denne her høje vækstrate. Man skulle helst kunne argumentere for den vækst, som man forecaster. Hele management teamet vil være super (….) , da man har mulighed for at se, om ledelsen er god til at eksekvere. Dialog med ledelsen er altid vigtig. Forretningsplanen er lidt mere på den lange bane" (Bilag 15 – CF 1)

"Det er mere bare en generelt vurdering af ledelsen om deres troværdighed, kompetencer, deres muligheder og deres eksekveringsevne" (Bilag 15 – PE 3).

Hermed kan det ses, at praktikerne anser ledelsen og de ledelsesmæssige dokumenter såsom virksomhedens budgetter og forrentningsplaner som værende de vigtigste. Endvidere nævner flere af praktikerne uafhængigt af hinanden, at ledelsens eksekveringsevne er kritisk for selskabets fremadrettede værdiskabelse samt fremadrettede eksistens.

"Deres (red. Ledelsen) eksekveringsevne er key. Du kan have verdens bedste forretningsmodel, men hvis du ikke kan finde ud af at eksekvere, så sker der aldrig en skid (Bilag 15 – PE 3)."

Kvaliteten af en vækstselskabsledelse kan vurderes på adskillelig måder. Praktikerne nævner eksempelvis, at man kan gå ind og vurdere, hvordan ledelsen er kendetegnet. Det skal forstås på den måde, at man kan gå ind og vurdere, om persontyperne i selskabets ledelse er kendetegnede ved eksempelvis at have et iværksættergen, hvorved det er betydningsfuldt at forstå ideen bag vækstselskabet. Omvendt hvis ledelsen i selskabet er mere professionel, så er det vigtigere at forstå deres erfaring fra andre positioner (Bilag 15 – PE3, CF16, CF3). Praktikerne nævner også, at man kan øge tilliden mellem aktionær/investor og selskabets ledelse ved, at ledelsen selv investerer i selskabet (Bilag 15 – PE3, PE4).

Kigger vi på ovenstående tabel 15 og organisations know-know, så anvendes den lige så hyppigt, som dialog med ledelsen. Forretningsplan og virksomhedens budgetter har også en hyppighed på over 4. Endvidere kan vi også se på Kruskal-Wallis-testen, at organisations know-how, dialog med ledelsen, forretningsplan og virksomhedens budgetter har en relativ høj p-værdi, hvilket har den fortolkning, at praktikerne i de forskellige respondentgrupper er enige om de høje svarværdier på de fire nævnte analytiske faktorer. Den høje værdi til organisationens know-how og dialog med ledelsen har den betydning, at disse to analytiske faktorer er nogle af de vigtigste faktorer i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber.

"Organisations know-how er vigtigt, da det er den know-how (Goodwill), som du køber dig ind i som investor" (Bilag 15 – CF 1)

"Organisations know-how og den hænger lidt sammen med ledelsen (...) Organisations know-how er super vigtigt, og det er altid noget, som vi kigger på." (Bilag 15 – PE 3)

"Organisationen know-how det ret vigtigt fordi, hvis du køber det her, så køber du noget, som ikke andre har (...) og som er relativ vigtigt for virksomheden, at de ikke bare kan blive udkonkurreret i morgen, hvis der er nogen, der starter noget relateret" (Bilag 15 - CF 8)

Endvidere kan der argumenteres for, at forretningsplan og virksomhedens budgetter har stor samhørighed med de to andre nævnte faktorer. Samhørigheden kan dels tilskrives, kombineret med Kruskal-Wallis' høje P-værdi, at forretningsplan og virksomhedens budget er en formalisering af ledelsens forestillinger og visioner for vækstselskabet.

"Forretningsplan har jeg også sagt 5-5 og det hænger sammen med ledelsen – det hænger også sammen med budgetter. (….). Forretningsplanen skulle gerne tappe ind i nogle muligheder, som bruger nogle af virksomhedens nuværende kompetencer, know-how til at realisere nogle af de muligheder, som der ligger ude i markedet" (Bilag 15 – PE 3)

Den generelle samhørighed mellem de 4 ledelsesmæssige faktorer går meget på tværs af hinanden, da flere af praktikerne nævner, at man i analysen af de analytiske faktorer koncentrerer sig om, hvorvidt selskabet har den korrekte ledelse til at udføre forretningsplanen.

Brancherapport har også en svarværdi over 4 i vigtighed, men flere af vores praktikere nævner, at brancherapporter er interessante og vigtige, men samtidigt giver de også udtryk for, at det kan være svært at opdrive/finde brancherapporter, som enten matcher vækstselskabets branche, ellers opererer selskabet i en branche, hvor der er minimal information (Bilag 15 – CF1, CF3, PE3 & VC1). Denne besværlighed kommer også til udtryk i respondenternes svarværdi på hyppigheden i forhold til brancherapporter, da denne værdi er lavere end vigtigheden.

Det samme gentager sig også med sammenlignelige virksomheder. Denne analytiske faktor har også en svarværdi omkring 4 i forhold til vigtighed og svarværdi i forhold til hyppighed der er lavere. Sammenlignelige virksomheder kan anvendes til at analysere markedsforhold, og hvordan de ser markedet fremadrettet. Samtidigt er sammenlignelige virksomheder også interessante, da man kan lave et benchmark op omkring deres rejse (livcyklus) – underforstået at de sammenlignelige virksomheder er det skridt videre (Bilag 15 – CF1). Endvidere har den også den klassiske problematik i forhold til, hvor sammenlignelig de to selskaber egentlig er.

"Sammenligning af selskaber – jaaa, den er vigtigt, men omvendt så kan man sige, at der altid er et tvist. Det er nogen gang pærer og bananer, når man sammenligner to selskaber. Du kan have en stor virksomhed og en lille virksomhed, som kan have vidt forskellige potentialer, selvom de er i samme branche. Så det kan være svært at sammenligne de to selskaber" (Bilag 15 – VC 1)

Når vi kigger på de tidligere regnskaber kan vi ud fra tabel 15 tolke et svar, som er lavere end forretningsplan, ledelsens track-record og dialog med ledelsen. Vi kan derfor ud fra den empiriske analyse konstatere, at praktikkerne tilregner faktorer som forretningsplan, ledelsens track-record og dialog med ledelsen højere vægt i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber. Denne kendsgerning og koblingen til de relative høje Kruskal-Wallis' P-værdier gør, at vi er i stand til at konkludere, at hypotese 11 om, at tidligere regnskaber

tilskrives mindre værdi end dialog med ledelsen, ledelse track-record samt forretningsplanen, hermed kan bekræftes.

Praktikerne nævner også, at deres egen gut-feeling er en faktor, som de anvender jævnligt, men at vigtigheden i forhold til brugen af din personlige gut-feeling til at generere et værdiestimat er meget begrænset.

"Din personlig "gut felling", det vil altid være sund fornuft at flyve ud i helikopter perspektivet for at se, om denne værdi giver mening. Den måde, de tjener deres penge på, de ambitioner, som virksomheden har. Er de realistiske? Det skal selvfølgelig ikke være det bærende element, fordi så vil det jo være mere guessing" (Bilag 15 – CF 6)

"Min personlig gut-feeling er ekstremt vigtig, og vi bruger det altid. Vi laver aldrig en handel rent på kvantitative faktor, men vi skal også have en god mavefornemmelse, vi skal forstå branchen, vi skal forstå, hvorfor de har nogle gode kompetencer" (Bilag 15 - VC 3)

I forhold til ovenstående kan der argumenteres for, at praktikernes gut-feeling er en slags kvalitativ sikkerhedstjek. Dette er tilsvarende for multipler, som benyttes på samme måde ved den kvantitative del. Flere af respondenterne nævner dog også, at man ikke skal tro alt for meget på sin gut-feeling, og at det selvfølgelig ikke skal være det bærende element, fordi så vil det jo være mere guessing, end at værdiestimatet er faktabaseret. Gut-feeling har en svarværdi på henholdsvis 3,82 og 3,86 i forhold til vigtighed og hyppighed. I forlængelse angiver Kruskal-Wallis-testen, at der forekommer en stor konsensus i respondenternes rating i forhold til hyppigheden, men om hvor vigtigt gut-felling er, er der en grad af uenighed. I tabel 16 kan det ses, at finansielle rådgivere rater gut-felling lavest. Dette kan skyldes, at de skal udarbejde et professionelt arbejde, som skal være så faktabaseret som muligt, hvorimod venture kapitalfonde og private equity rater gut-feeling væsentligt højere. En mulig årsag til dette kan være, at private equity og venture kapitalfonde skal investere i vækstselskaber, hvor mavefornemmelsen spiller en større rolle i forhold til deres investering. Denne mavefornemmelse kunne være i forhold til faktorer såsom produkter, markedet, ledelsen etc. Dette forstærkes også af Mann-Whitney U-testen, da der er en høj P-værdi mellem venture kapitalfonde og private equity jf. tabel 16

I tabel 15 (Kruskal-Wallis-test), angives det, at der mellem brancherapport_H og sammenlignelige virksomheder_H kan identificeres gruppedannelse (5% signifikansniveau). Dette ses ligeså i tabel 16, hvor praktikerne er opdelt i respondentgrupperne.

Analytiske faktorer - gruppeopdelt									
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Tidligere regnskaber_V	3,80	1,01	3,00	1,79	3,86	1,46	0,33	0,66	0,37
Tidligere regnskaber_H	4,40	0,83	3,50	1,52	4,14	1,46	0,16	0,91	0,32
Virksomhedens budgetter_V	4,67	0,62	4,67	0,82	4,71	0,49	0,75	1,00	0,77
Virksomhedens budgetter_H	4,60	0,63	4,67	0,82	4,86	0,38	0,59	0,34	0,82
Brancherapport_V	4,13	0,64	3,50	1,38	4,43	0,54	0,32	0,31	0,13
Brancherapport_H	4,40	0,63	3,33	1,37	4,71	0,49	0,05	0,26	0,03
Ledelsen track-record_V	3,40	1,35	3,67	1,51	4,57	0,79	0,63	0,05	0,18
Ledelsen track-record_H	3,67	1,29	3,83	1,60	4,43	0,79	0,68	0,19	0,58
Dialog med ledelsen_V	4,33	0,98	4,00	1,67	5,00	0,00	0,93	0,06	0,11
Dialog med ledelsen_H	4,40	0,99	4,00	1,67	5,00	0,00	0,78	0,09	0,11
Forretningsplan_V	4,27	0,96	4,50	0,84	4,43	0,54	0,60	0,94	0,63
Forretningsplan_H	4,27	0,96	4,33	0,82	4,57	0,54	1,00	0,61	0,63
Sammenlignelige Virksomheder_V	4,13	0,83	3,50	0,55	4,29	0,95	0,11	0,65	0,11
Sammenlignelige Virksomheder_H	4,27	0,80	3,33	0,52	4,57	0,79	0,02	0,35	0,02
Organisationens know-how_V	3,73	1,22	3,67	1,51	3,86	1,07	1,00	0,97	1,00
Organisationens know-how_H	3,33	1,40	3,50	1,52	3,71	0,95	0,81	0,69	0,94
Dit personlige branchekendskab_V	3,40	1,06	3,33	1,37	3,43	1,27	0,97	0,80	0,88
Dit personlige branchekendskab_H	3,40	1,24	3,50	1,52	3,71	1,38	0,81	0,44	0,77
Din personlige "Gut-feeling"_V	3,40	1,18	4,33	0,52	4,29	1,11	0,06	0,10	0,63
Din personlige "Gut-feeling" _H	3,67	1,29	4,00	1,10	4,14	1,07	0,63	0,44	0,76

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.

* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 16 - Gruppeopdelt (Kilde: Egen tilvirkning)

I forhold til brancherapport_H, forekommer der gruppedannelse mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde samt venture kapitalfonde og private equity. En mulig årsag til, at venture kapitalfonde anvender brancherapporter mindre end private equity og finansielle rådgivere, kan skyldes, at venture kapitalfonde investerer/indtræder tidligere i selskabets vækstfase end de to andre. Da de investerer tidligere, kan tilgængeligheden af brancherapporter også være mindre, end hvis de investerede senere i livscyklussen. Endvidere er der også gruppedannelse på ledelsen track-record_V – her er der gruppedannelse mellem private equity og finansielle rådgivere. Dette kan skyldes, at private equity skal investere i selskaber, hvorimod finansielle rådgivere oftere hjælper i en salgsproces. Finansielle rådgivere er derfor ikke lige så afhængige af ledelsen, som private equity er, da ledelsen betyder meget i forhold til, om det bliver en god eller kanon investering. Slutteligt er der også gruppedannelse på sammenlignelige virksomheder_H. Der forekommer gruppedannelse mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde samt venture kapitalfonde og private equity. En mulig årsag til, at venture kapitalfonde anvender sammenlignelige virksomheder mindre end private equity og finansielle rådgivere, kan skyldes, at venture kapitalfonde investerer/indtræder tidligere i selskabets vækstfase end de to andre. Da de investerer tidligere, kan tilgængeligheden af sammenlignelige virksomheder også være mindre, end hvis de investerede/indtrådte senere i livscyklussen.

3.8.3 Anvendelsen af grundtanken bag strategiske analysemodeller

3.8.3.1 Benyttelse af strategiske analysemodeller af respondenterne

I forbindelse med vores empiriske undersøgelse har vi adspurgt respondenterne, hvorvidt de finder de strategiske analysemodeller mere værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber sammenlignet med traditionelle værdiansættelsesmodeller. Hertil har 43% af vores respondenter svaret, at de finder de strategiske analysemodeller mest værditilførende. Herudover har 3% vægtet de strategiske analysemodeller samt værdiansættelsesmodellerne ligeligt (Bilag 14). Det er dermed kun et mindre antal af praktikere, som angiver, at de strategiske analysemodeller er meget vigtige i forbindelse med værdiansættelsesproces-

sen. Hypotese 7 siger, at praktikerne tillægger værdiansættelsesmodeller mindre værdi end strategiske analysemodeller. Denne hypotese kan dog forkastes på baggrund af tendensen i praktikernes svarværdier, men ud fra en statistisk betragtning, kan det konkluderes, at det ikke er muligt at påvise, at modellerne er forskellig fra halvdelen (5% signifikansniveau) (Bilag 14). Tabellen nedenfor viser, hvordan undersøgelsens respondenter har ratet de strategiske analysemodeller.

Strategiske analysemodeller - totalpopulation					
	Gennemsnit	Std. afv.	t-stat Sig. (2-tailed)*	Kolmogorov-Smirnov Asymp. Sig. (2-tailed)**	Kruskall-Wallis Asymp. Sig.***
PEST(EL)_V	3,39	1,57	0,19	0,00	0,24
PEST(EL)_H	3,39	1,59	0,20	0,00	0,40
Porter's diamond_V	2,54	1,55	0,12	0,00	0,95
Porter's diamond_H	2,39	1,59	0,05	0,00	0,96
Porter's Five forces_V	4,00	1,30	0,00	0,00	0,29
Porter's Five forces_H	3,71	1,35	0,01	0,00	0,59
Værdikædeanalyse_V	3,82	1,56	0,01	0,00	0,04
Værdikædeanalyse_H	3,71	1,63	0,02	0,00	0,07
Livscyklusmodellen_V	3,11	1,42	0,69	0,15	0,58
Livscyklusmodellen_H	3,00	1,49	1,00	0,06	0,41
Ansoff's Vækstmatrice_V	2,96	1,50	0,90	0,06	0,71
Ansoff's Vækstmatrice_H	2,82	1,54	0,54	0,02	0,84
BCG_Matricen_V	2,89	1,44	0,69	0,06	0,51
BCG_Matricen_H	2,82	1,51	0,53	0,02	0,64
SWOT_V	3,71	1,41	0,01	0,00	0,16
SWOT_H	3,64	1,47	0,02	0,00	0,44

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 1-5

* Vi undersøger om gennemsnittet er signifikant forskelligt fra 3.

** Vi undersøger en uniform fordeling. Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt på de fem svarmuligheder.

*** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser.

Tabel 17 - Totalpopulation (Kilde: Egen tilvirkning)

Vi kan ud fra ovenstående tabel se, at respondenterne i gennemsnit har ratet hele fem af modellerne højere end tre på både vigtighed og hyppighed. Dette gælder for modellerne PEST(EL), Porter's five forces, værdikædeanalysen, livscyklusmodellen samt SWOT-modellen, hvor Porter's five forces dog er den højest ratede model målt på vigtighed og deler den højeste rating på hyppighed med værdikædeanalysen. Porter's diamond er omvendt den model, der har opnået den laveste rating målt på både vigtighed og hyppighed. Der er en høj grad af konsensus blandt respondenterne omkring denne vægtning ifølge Kruskal-Wallis-testen. Kolmogorov-Smirnov-testen viser en generel tendens i vores data for alle de angivne strategiske analysemodeller. Der kan ikke eftervises at der forekommer gruppedannelser blandt respondenterne ved hjælp af Kruskal-Wallis (5% signifikansniveau), med undtagelse af vigtigheden for værdikædeanalysen. Dette resultat kan også udledes af nedestående Mann-Whitney U-test.

Strategiske analysemodeller - gruppeopdelt									
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity		Mann-Whitney U test for grupper (Asymp. Sig. (2-tailed)*		
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
PEST(EL)_V	3,31	1,58	2,60	1,81	4,14	1,21	0,37	0,24	0,10
PEST(EL)_H	3,44	1,67	2,60	1,81	3,86	1,21	0,30	0,62	0,18
Porter's diamond_V	2,50	1,50	2,40	1,67	2,71	1,79	0,86	0,83	0,79
Porter's diamond_H	2,38	1,70	2,40	1,67	2,43	1,51	0,86	0,83	0,93
Porter's five forces_V	4,06	1,34	3,20	1,64	4,43	0,78	0,17	0,76	0,14
Porter's five forces_H	3,69	1,44	3,20	1,64	4,14	0,90	0,49	0,59	0,31
Værdikædeanalyse_V	4,00	1,63	2,40	1,51	4,43	0,78	0,03	1,00	0,02
Værdikædeanalyse_H	3,94	1,76	2,40	1,51	4,14	0,90	0,03	0,56	0,05
Livscyklusmodellen_V	3,31	1,44	3,00	1,58	2,71	1,38	0,67	0,30	0,73
Livscyklusmodellen_H	3,13	1,58	3,40	1,81	2,43	0,97	0,67	0,24	0,26
Ansoff's Vækstmatrice_V	2,94	1,52	2,60	1,81	3,29	1,38	0,64	0,57	0,45
Ansoff's Vækstmatrice_H	2,75	1,61	2,80	2,04	3,00	1,15	0,96	0,57	0,66
BCG_matricen_V	2,63	1,54	3,20	1,78	3,29	0,95	0,49	0,28	0,86
BCG_matricen_H	2,63	1,74	3,20	1,78	3,00	0,57	0,43	0,47	0,93
SWOT_V	3,50	1,41	3,20	1,78	4,57	0,78	0,76	0,06	0,14
SWOT_H	3,50	1,54	3,20	1,78	4,29	0,95	0,83	0,26	0,25

Alle tal er baseret på respondenternes svar på ratingskalaen 1-5.

* Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Tabel 18 - Gruppeopdelt (Kilde: Egen tilvirkning)

Vi kan fra testen se, at der vises gruppedannelser mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde samt mellem venture kapitalfonde og private equity fonde målt på både vigtighed og hyppighed for værdikæde-analysen.

I forbindelse med vores interviews bemærkede vi, at langt størstedelen af vores respondenter blot anvender tankegangen bag de forskellige strategiske analysemodeller, uden at analyserne bliver anvendt i deres firkantede rammer.

"Når vi anvender strategiske analyser, så er det mere et helhedsbillede. Vi anvender ikke modellerne så firkantet, hvor vi tager en af modellerne ned fra hylden, men det er mere tankegangen, som vi anvender i vores strategiske analyser. Det er sådan, at vi skriver Porter's five forces i vores IM, men det er mere tankegangen, som er interessant." (Bilag 15 – CF 1)

Som det nævnes i ovenstående citat er det altså tankegangen bag modellerne, der indgår i respondenternes værdiansættelsesproces. De anvender dog modellerne så firkantet som teorien opstiller dem.

3.8.3.2 Benyttelse af strategiske analysemodellers output af respondenterne

Vi har efterfølgende fundet det spændende at se på, hvilke inputfaktorer de forskellige strategiske analysemodeller giver praktikerne information til at vurdere i forbindelse med værdiansættelse. Resultatet af respondenternes svar er vist i bilag 13.

Det fremgår af bilag 13, at respondenterne primært anvender de strategiske analysemodeller til at indsamle information til estimering af selskabets omsætning og dermed toplinje.

"Jamen omsætning det den går næsten hele vejen ned, det prøver vi at analysere på forfra og bagfra og op og ned, og jeg ved ikke hvad for at se okay, jo mere præcise vi kan være på omsætning, og jo mere vi kan analysere den jo bedre et eller andet sted."(Bilag 15 - VC 5)

"Man kan sige, at man af disse modeller er med til, at man får en generel forståelse for virksomheden, og hvad der foregår rundt om virksomheden. Så alle modellerne er relevante til at forstå forretningen. Ud fra forståelsen af forretningen, så definerer man ting som arbejdskapitalen, omsætningen osv." *(Bilag 15 - CF 13)*

Bilag 13 viser endvidere, at praktikerne anvender de strategiske analysemodeller til estimering af omkostninger, vækstrate og anlægsinvesteringer, som er de tre inputfaktorer, der følger efter omsætningen.

3.9 Alternativ indgangsvinkel til værdiansættelse af vækstselskaber

Udover de traditionelle værdiansættelsesmodeller har vi identificeret en række yderligere metoder, hvorpå praktikerne værdiansætter vækstselskaber, da vi interviewede vores respondenterne tilbage i januar og februar måned.
For det første, som et supplement til de allerede beskrevet multipler, benytter visse praktikere også sig af mere branchespecifikke multipler.

"Altså multipler – der bruger vi nogle andre multipler. Vi kan eksempelvis anvende multipler såsom ARR. ARR bliver anvendt på subscription based companies, hvor sidste månedsomsætning er den bedste forklaring for de næste 12 måneder." (Bilag 15 - VC 1)

"(...) hvis det er en vækstvirksomhed, som er meget konsulentbaseret, så kunne man godt bruge multipler, som omhandler antallet af FTE. Det er mest i forhold til virksomheder, som har en vis base af folk. Der kan også være noget inspiration at hente, men igen – det er meget til en konkret branche." (Bilag 15 - CF 1)

I visse brancher bliver vækstselskaber altså værdiansat på baggrund af en multipel. Størstedelen af praktikerne tager udgangspunkt i de mere traditionelle multipler, men her vælger de at tilpasse multiplen til den pågældende branche eller selskab.

For det andet, så er der nogle af respondenterne, som fjerner fokus fra det enkelte selskab og tager et mere porteføljebaseret perspektiv på selskaberne og samler dem i grupper.

"(...) vi tager en risikospredning og satser på, at med det rigtige afkastkrav købt til de rigtige priser og så videre, så kommer vi til at vinde på nogle af dem og tabe på en masse andre". (Bilag 15 - CF 16)

Ud fra denne tilgang forsøger praktikerne at håndtere vækstselskabernes usikkerhed ved at samle dem i porteføljer, hvor praktikerne forsøger at opnå et overordnet afkast på porteføljen frem for at fokusere på afkastet på det enkelte selskab.

3.10 Delkonklusion

I denne delkonklusion vil vi opsamle de vigtigste resultater og konklusioner, som vi er kommet frem til igennem vores empiriske undersøgelse. Endvidere vil vi også gennemgå konklusionen på de i afsnit 3.5 opstillede hypoteser.

Vi har i vores undersøgelse adspurgt praktikerne, hvorvidt de finder de strategiske analysemodeller eller værdiansættelsesmodeller mest værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. På baggrund af dette spørgsmål har vi fundet frem til, at 57% af vores population finder værdiansættelsesmodellerne mest værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber frem for strategiske analysemodeller. Kigger vi på fordelingen blandt vores respondentgrupper, er det specielt de finansielle rådgivere samt venture kapitalfondene, som finder disse modeller mest værditilførende med henholdsvis 63% af de finansielle rådgivere og 60% af venture kapitalfondene, hvorimod kun 43% af private equity fondene foretrækker værdiansættelsesmodellerne.

Kigger vi på de opstillede værdiansættelsesmodeller, fremgår det, at multipler generelt anses som både værende de vigtigste, men også hyppigst anvendte modeller blandt praktikerne. Kigger vi mere specifikt på de enkelte værdiansættelsesmodeller, så viser undersøgelsen, at respondenterne anser DCF-modellen som den vigtigste, men det er EV/EBITDA-multiplen, som anvendes hyppigst. EVA-modellen, som er ækvivalent til DCF-modellen, har fået en noget lavere rating end DCF-modellen målt på både vigtighed og hyppighed, og vores statistiske tests har vist signifikans på begge parametre. Dette gør os i stand til at bekræfte hypotese 1, der siger, at DCF-modellen anvendes oftere end EVA-modellen. Blandt multipelmetoderne angiver respondenterne multipler som EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/Omsætning som værende de hyppigst anvendte multipler. Dette er med til at bekræfte hypotese 2, som angiver, at der er større fokus blandt praktikerne på multipler højere oppe i resultatopgørelsen. Vores undersøgelse viser endvidere, at realoptioner som værdiansættelsesmodel er den teori, som anvendes mindst blandt praktikerne. Kun 18% af vores population har tilkendegivet, at de anvender realoptioner i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Her viser vores statistiske tests ligeledes signifikans, hvilket gør os i stand til at afvise hypotese 5, som angiver, at det er udbredt blandt praktikere at anvende realoptioner i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Det kan dog tilføjes, at selvom praktikerne ikke anvender den reelle realoptionsmodel, så fremgår det af undersøgelsen, at flere af respondenterne har tankegangen bag teorien med i deres overvejelser. Hypotese 3 er kun delvist mulig at eftervise. Hypotesen antager, at DCF-modellen oftere anvendes af finansielle rådgivere og private equity fonde end af venture kapitalfonde. I tabel 6 fremgår det, at både de finansielle rådgivere og priva-

te equity fondene har ratet en markant højere gennemsnitsværdi både på DCF_V og DCF_H i forhold til venture kapitalfonde. Dette kommer dog ikke til udtryk i vores statistiske tests, hvor der på et 5% signifikansniveau ikke forekommer gruppedannelse blandt respondentgrupperne på de to parametre. Justeres signifikansniveauet til 10%, vil der forekomme gruppedannelse mellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde på både DCF_V og DCF_H. Ligeledes er det på et 10% signifikansniveau eftervist, at finansielle rådgivere og venture kapitalfonde tilskriver DCF_H signifikant forskellig værdi. Hypotesen kan derfor ikke 100% accepteres pga. manglende statistisk signifikans. Brugen af EVA-modellen forekommer tilnærmelsesvis lige ofte blandt de tre respondentgrupper, og hverken ved anvendelse af en Kruskal-Wallis- eller/og en Mann-Whitney U-test kan der påvises signifikans. Ud fra dette afvises hypotese 4, som angiver, at EVA anvendes oftere af finansielle rådgivere og private equity fonde end af venture kapital fonde. Det kan dog nævnes, at det på et 10% signifikansniveau er muligt at vise gruppedannelse imellem private equity fonde og venture kapitalfonde. I forbindelse med budgettering af både DCF-modellen samt multipel-modellerne har vores respondenter i gennemsnit ratet strategiske analyser højest som værende den vigtigste informationskilde i forbindelse med budgetteringen. Praktikerne tillægger omvendt de historiske regnskaber mindst værdi, og vi kan derved acceptere hypotese 6 for både DCF-modellen samt multipel-modellerne. Hypotesen kan ikke eftervises for EVA-modellen, da der er for få respondenter til at kunne analysere og fortolke på svarene.

I ovenstående del er resultaterne og konklusionerne på vores hypoteser fra de kvantitative faktorer blevet gennemgået, og vi vil nu føre samme gennemgang for de mere kvalitative faktorer. Ud fra ovenstående gennemgang kan vi konkludere, at det kun er mindretallet af praktikerne, som anser de kvalitative faktorer som de mest værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Kun 39% anser de kvalitative faktorer som værende de mest værditilførende. Det er derfor delvist muligt at afvise hypotese 8, som antager, at respondenterne tillægger de kvantitative faktorer en mindre svarværdi end de kvalitative faktorer. Hypotesen er dog ikke mulig at afvise fuldt ud pga. manglende statistisk signifikans. Ligeledes kan hypotese 9, som angiver, at venture kapitalfonde tillægger de kvantitative faktorer mindre værdi frem for kvalitative faktorer, end tilfældet er for finansielle rådgivere og private equity fonde, kun ud fra respondenternes svarværdier accepteres, men kigger vi på vores x^2 test viser denne ingen signifikans, og resultatet kan derfor ikke afspejles i den statistiske test. Kigger vi på de underliggende kvalitative faktorer, er der ifølge vores Kolmogorov-Smirnov-test et signifikant resultat på samtlige af de underliggende variabler. De underliggende faktorer, som har opnået den højeste rating blandt vores respondenter, er faktorer som virksomhedens budgetter, dialog med ledelsen og forretningsplaner. Det er hermed ledelsen og de ledelsesmæssige dokumenter, som praktikerne anser som værende de vigtigste faktorer. Hvis vi kigger på hypotese 11 har de historiske regnskaber i undersøgelsen fået en lavere svarværdi end faktorer som forretningsplan, ledelsens track-record og dialog med ledelsen. Denne konklusion samt de relativt høje P-værdier gør, at vi kan acceptere hypotesen om, at tidligere regnskaber tilskrives mindre værdi end de tre førnævnte faktorer.

Vi har endvidere adspurgt praktikerne, hvorvidt de finder de strategiske analysemodeller mere værditilførende end traditionelle kvantitative værdiansættelsesmodeller. Hertil svarede 43% af respondenterne, at de finder de strategiske analysemodeller mest værditilførende. Endvidere har 3% vægtet de to metoder ligeligt. Det er hermed kun et mindre antal af praktikere, som finder de strategiske analysemodeller mest værditilførende. Det er derfor muligt at afvise hypotese 7, som antager, at praktikerne tillægger værdiansættelsesmodellerne mindre værdi end de strategiske analysemodeller ud fra tendensen i praktikernes svarværdier. Kigger vi omvendt ud fra en statistisk betragtning igennem en ikke-parametrisk binomialtest, så er det her ikke muligt at påvise, at modellerne er forskellige fra halvdelen (5% signifikansniveau). Ligeledes kan hypotese 10 ikke accepteres, da vores statistiske test ikke viser signifikans. Hypotesen antager, at venture kapitalfonde tillægger de strategiske analysemodeller større vægt som informationskilde i forbindelse med værdiansættelse, end tilfældet er for private equity fonde og finansielle rådgivere. Analysemodeller som PEST(EL), Porter's five forces, værdikædeanalyse, livscyklusmodel og SWOT er de modeller, som praktikerne har ratet højest i både vigtighed og hyppighed. Alle nævnte modeller har opnået en gennemsnitlig rating på over tre på både vigtighed og hyppighed, dog med Porter's five forces som værende den højestratede.

Sluttelig har vores empiriske undersøgelse vist, at vores respondenter finder flere problematikker i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Her er det specielt faktorer som den manglende historiske data samt større usikkerhed, som vores respondenter ligger vægt på.

3.11 Empiriske undersøgelser

Med grundlag i vores teoretiske gennemgang jf. kapitel II inden for værdiansættelse har vi dannet os den erfaring, at antallet af akademiske papirer, som er udarbejdet inden for værdiansættelse af vækstselskaber er minimale. Vores observation i forhold til den begrænset mængde af akademiske undersøgelser er også anderkendt blandt andre forskere. Eksempelvis påpeger Miloud, Aspelund & Cabrol (2014), at der er en mangel på undersøgelser inden for dette problemfeltet. Selvom det er et faktum, at der er et begrænset antal af akademiske undersøgelser, så har vi fundet undersøgelser, som forsøger at opnå bedre forståelse af, hvilke teorier og faktorer, der bør benyttes ved værdiansættelse af vækstselskaber. De fundne akademiske undersøgelser tager alle udgangspunkt i en empirisk analyse. Endvidere er det vigtigt at pointere, at denne litteratur ikke er fuldstændig udtømmende for emnet. De fundne undersøgelser er anvendelige, da de forskellige undersøgelser er sammenlignelige på flere punkter, i og med at de undersøger det samme emnefelt, som dette speciale. Ydermere er de akademiske undersøgelser blevet udført med en lignende metodik, som er med til at styrke muligheden for at sammenligne resultaterne på tværs.

I forbindelse med vores sammenligning af resultaterne, har vi splittet det op i to elementer – hhv. strategiske og kvalitative faktorer og værdiansættelsesmodeller.

3.11.1 Strategiske og kvalitative faktorer

I forhold til de strategiske og kvalitative faktorer viser vores empiriske analyse, at praktikerne lægger stor vægt på analysemodeller såsom, PEST(EL), Porter's five forces, livscyklusmodellen, værdikædeanalysen og SWOT. Det skal dog pointeres, at praktikerne giver udtryk for, at de ikke bruger modellerne så firkantet, som de er, men at de bruger tankegangen bag modellerne, når de analyserer et selskab. Hvis vi kigger på resultaterne omkring de kvalitative analytiske faktorer, så er faktorer såsom virksomhedens budgetter, dialog med ledelsen, organisationens know-how og forretningsplan vigtig for praktikerne.

Når vi sammenholder vores resultater med de andre empiriske analyser, ser vi en vis grad af sammenlignelighed og konsistens. Praktikerne i Mörch & Wassermanns (2001) empiriske analyse fremhæver strategiske faktorer såsom virksomhedens ledelse, omsætningsvækst/markedets udvikling, know how, forretningsplanen (forretningsmodellen) og adgangsbarrierer. Endvidere fremhæver Mörch & Wassermann (2001), at det er vigtigt at strukturere den strategiske analyse. En måde, hvorpå man eksempelvis kan strukturere den strategiske analyse, er ved at anvende strategiske modeller såsom værdikædeanalysen og Porter's five forces. Det skal siges, at disse modeller har den højest rating blandt praktikerne. Mörch & Wassermann (2001) pointerer ligesom i vores empiriske undersøgelse, at det er tankegangen bag modellerne, som giver overblik over selskabet.

De samme tendenser kommer også til udtryk i en anden empirisk analyse, som er fortaget 7 år efter Mörch & Wassermanns (2001) empiriske analyse. Edberg & Svendsen (2008) foretog en empirisk analyse i 2008, hvor praktikerne pegede på følgende strategiske faktorer som de vigtigste i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber: forretningsplan, kommunikation med ledelsen, ledelsens historik og virksomhedens budget. Praktikerne mener i Edberg & Svendsens (2008) empiriske undersøgelse, at det er vigtigt at lave en strategisk analyse på fire niveauer, som udgør omverdensanalyse, markedsanalyse, virksomhedsanalyse og styrkeprofilanalyse. Derudover viser deres resultater, at analysemodeller, såsom PESTEL, Porter's five forces, værdikædeanalyse og SWOT-analysen, er bærende modeller i forhold til den strategiske betragtning.

De samme strategiske og kvalitative faktorer går til dels igen i den seneste empiriske analyse, som vi har fundet, hvor Rathore & Kaasgaard (2018) nævner de samme strategiske modeller og faktorer, som er nævnt i Edberg & Svendsen (2008) og Mörch & Wassermanns (2001) empiriske analyser.

Slutteligt, kan vi sammenligne vores resultater med en empirisk analyse, som blev foretaget tilbage i 2001. Hill & Powers (2001) lavede en empirisk analyse, hvor forskellige kvalitative faktorer er rangeret efter en skala, hvor 5 er mest vigtig, og 1 er mindst vigtigt. Det er interessant at iagttage resultaterne fra Hill & Powers (2001) undersøgelse (tabel 19), da de afspejler de tre andre undersøgelser samt vores egen undersøgelse

i forhold til de væsentligste kvalitative analysefaktorer. Alle faktorerne går igen i samtlige undersøgelser. Eksempelvis er faktorerne kvalitet af ledelsen, markedsstørrelse og markedsvækst rate sammenfaldende med de andre undersøgelser. Endvidere kan alle de øvrige faktorer fra tabel 19 tilknyttes de strategiske analysemodeller som Porter's five forces og værdikædeanalysen, da disse modeller beskriver samme faktorer.

Faktor	Rating
Kvalitet af ledelsen	4,5
Markedsstørrelse	3,8
Produkt kvaliteter	3,7
Markedsvækst rate	3,5
Konkurrence	3,5
Adgangsbarrierer	3,4
Virksomhedens stadie for udvikling	3,2
Industrien virksomheden befinder sig i	3,0

Tabel 19 - Faktor (Kilde: Hill & Powers, 2001)

Sammenfattende kan det konstateres, at der er konsistens mellem vores empiriske analyse og de fire andre undersøgelser med henblik på at bestemme de væsentlige strategiske og kvalitative faktorer, når der tales om værdiansættelse af vækstselskaber.

3.11.2 Værdiansættelsesmodeller

Drejer vi nu blikket mod værdiansættelsesmodeller, konkluderer vores empiriske analyse, at praktikerne mener, at DCF-modellen er den vigtigste i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber. Endvidere konstateres det, at multipler såsom EV/EBITDA og EV/Omsætning er et godt supplement til værdiansættelsen, da praktikerne anvender multipler som et sandhedstjek af den fremkomne værdi.

Mörch & Wassermanns (2001) undersøgelse viser, at praktikerne vælger modeller som DCF-model og EVA-model. Dette er lidt anderledes i forhold til vores undersøgelse, hvor multipler har en højere rating end EVA-modellen. Denne variation kan skyldes, at DCF-modellen og EVA-modellen anses for at være ækvivalent blandt praktikerne. Mörch & Wassermann (2001) nævner ligeledes multipelværdiansættelse som redskab til at lave et sandhedstjek for selskabets værdiestimat. De to forfattere nævner også adskillelige udfordringer ved at benytte denne tilgang, såsom når selskabet har negativt cash flow eller negativ indtjening, ingen eller få sammenlignelige virksomheder og ingen eller få historiske regnskaber (Mörch & Wassermann, 2001).
Mörch og Wassermanns (2001) resultater er i tråd med Petersen, Plenborg og Schølers undersøgelse fra 2006, hvor deres empiriske analyse konkluderer, at 87,2% af praktikerne benytter DCF-modellen, mens 20,5% benytter EVA-modellen som det næst højeste (Petersen, Plenborg, & Schøler, 2006). Vores resultater er meget lig disse resultater, dog afviger de lidt i forhold til vigtigheden af EVA-modellen. At EVA-modellen ikke er ratet så højt i vores undersøgelse skyldes, at DCF'en er hurtigere at lave, nemmere at kommunikere, og bedre kendt blandt praktikere og personer i markedet.

Både Edberg & Svendsen (2008) og Rathore & Kaasgaard (2018) kommer næsten frem til identiske resultater. Edberg & Svendsens (2008) empiriske undersøgelse kommer frem til, at DCF-modellen er den vigtigste. Til at supplere DCF-modellen nævner praktikerne, at toplinjebaserede multipler er vigtige, da de kan være med til at sandhedstjekke et værdiestimat (Edberg & Svendsen, 2008). De samme resultater bliver bekræftet i Rathore & Kaasgaards (2018) undersøgelse.

Sammenfattende kan det konkluderes, at der er stor konsistens i resultaterne i forhold til, hvilken værdiansættelsesmodel der er vigtigst sammenlignet med vores empiriske analyse. To af undersøgelserne har dog EVA-modellen som den sekundære model. Dette kan skyldes, at DCF-modellen og EVA-modellen er teoretiske ækvivalente til hinanden.

Med udgangspunkt i ovenstående kan vi sige, at der er en stor grad af sammenfaldende elementer i mellem vores empiriske analyse og de andre empiriske analyser. Igennem 20 års empiriske analyser har praktikere angivet svarværdier, som er meget sammenlignelige. Dette giver en vis komfort, når vi skal udvikle vores best-practice framework, da modellen formentligt også vil kunne bistå forskellige aktører i branchen til at minimere usikkerheden omkring et middelret estimat fremadrettet.

Kapitel IIII - Best-practice framework

I kapitlerne II og III har vi beskæftiget os først med det teoretiske fundament for værdiansættelse. Vi har gennemgået de mest basale modeller, som findes inden for værdiansættelse. Endvidere har vi også haft fokus på de strategiske analysemodeller, som er med til at generere inputfaktorer til de førnævnte værdiansættelsesmodeller. Herefter har vi udarbejdet en dybere empirisk undersøgelse, hvor vi har adspurgt de tre respondentgrupper, finansielle rådgivere, venture kapitalfonde og private equity fonde, omkring deres praktiske anvendelse og holdning til de forskellige værdiansættelsesmodeller i forbindelse med en værdiansættelse af vækstselskaber. Ligeledes har vi spurgt ind til, hvilke metoder og analysemodeller som anvendes, samt hvilke og hvordan de kvalitative faktorer indgår i deres værdiansættelsesproces.

I dette kapitel er vores intension at sammenkoble vores teoretiske gennemgang fra kapitel II med den mere praktiske tilgang fra kapital III. Dette vil føre til, at vi vil opstille et framework til værdiansættelse af vækstselskaber. Formålet med udarbejdelsen af vores framework er ikke at "opfinde" en ny model, som kan anvendes specifikt til vækstselskaber. Vi søger blot at komme frem til et vejledende framework, hvor vi vil angive modeller – både værdiansættelses- og strategiske modeller samt kvantitative og kvalitative faktorer – som bør indgå i frameworket. Resultatet skal være med til at reducere risikoen, usikkerheden samt skabe ny viden vedrørende værdiansættelse af vækstselskaber specifikt. Vi vil ikke komme med en konkluderende viden, men mere en vejledende metode omkring, hvilke faktorer og modeller man bør tage i betragtning i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Grundlæggende vil frameworket blive konstrueret ud fra en række kriterier, som vi mener er fyldestgørende og afgørende for at konstruere et framework.

4.1 Krav til best-practice framework

De tidligere kapitler har gjort det klart, at der er et behov for et klart og simpelt framework for værdiansættelse af vækstselskaber. Det bunder i, at vores empiriske undersøgelse har vist, at praktikerne på en måde mangler et redskab til værdiansættelse af disse typer selskaber. Ligeledes har teorien ikke formået at komme med nyttig viden til at løse dette problem.

I forbindelse med opstillingen af vores framework har vi udvalgt fire kriterier, som skal danne rammen for vores konstruktion af vores framework. De udvalgte kriterier er angivet i den kontekst, hvori vækstselskaber værdiansættes. De fire kriterier er som følgende:

- Anvendelse af tilgængelige data
- Kommunikationsredskab
- Indarbejdelse af den generelle usikkerhed
- Modellens præcision (Middelret værdiestimat)[1]

[1] Det vil sige, at der ikke forekommer systematiske fejl i den estimerede værdi ved brug af en værdiansættelsesmodel (Plenborg, 2000).

Ved værdiansættelse af vækstselskaber er man ofte udsat for, at selskaberne kun har begrænset data. Eksempelvis vil et vækstselskab typisk ikke have udsendt mange årsregnskaber til offentligt brug, ligesom der ofte vil forekomme store fluktuationer heri. Dette besværliggør muligheden for at skabe tendens samt at udarbejde budgettet for fremtiden. Derfor er det vigtigt, at værdiansættelsesmodellerne og de strategiske analysemodeller bedst muligt kan udnytte den offentlige data for at kunne indgå i vores framework.

De selskaber, som vi beskæftiger os med, er mange gange kendetegnet ved, at de ejes af mennesker, som ofte har et mindset som en entreprenør eller en person, som ikke har en bred og dyb finansiel viden. For at skabe enighed, er det betydningsfuldt, at vores framework er enkelt og nemt forståeligt, samt at alle aktører har en forståelse for de forskellige parametre og value driver, der ligger bag en værdiansættelse. Tillige skal der også være en enighed omkring den endelige værdi, og der skal også skabes en forståelse blandt aktørerne for de elementære økonomiske argumenter og forudsætninger for værdiskabelsen. Dette fører til, at det er vigtigt, at vores framework fungerer som et let kommunikerbart redskab.

Det er vigtigt at indarbejde den generelle usikkerhed i vores framework, som er forbundet med værdiansættelse af vækstselskaber. I den empiriske undersøgelse bliver det tilkendegivet af mange af respondenterne, at usikkerheden omkring de forskellige inputfaktorer er en af de største udfordringer forbundet med en værdiansættelse af et vækstselskab. Det er derfor vigtigt, at vores framework er behjælpelig med at afdække og tydeliggøre denne usikkerhed i forbindelse med værdiansættelsesprocessen.

Et centralt omdrejningspunkt for vores model er, at vores framework er behjælpeligt med et præcist værdiestimat (Plenborg, 2000). Værdiestimater betragtes at være retvisende, såfremt inputtet (budgettet og kapitalomkostninger) er estimeret korrekt (Plenborg, 2000). Dette kriterium vil blive anvendt på den måde, at vi vil opveje, hvilken model der, givet større volatilitet i regnskabsdata, ofte få år på bagen m.m. (Afsnit 1.5), giver det bedste estimat på selskabets værdi. Det er vigtigt både for vores type selskaber og selskaber, som er længere fremme, at vedkommende kan betro sig til, at værdiansættelsesmodellen danner et værdiestimat, som er retvisende for den reelle værdi.

4.2 Værdiansættelsesmodeller

Vi vil i dette afsnit analysere de styrker og svagheder, der er ved de forskellige værdiansættelsesmodeller i henhold til ovenstående kriterier. Formålet ved at analysere styrkerne og svaghederne er for at gøre os i stand til at konstruere vores best-practice framework.

4.2.1 Discounted cash flow modellen

Styrken ved DCF er, at det er en model, som er teoretisk konsistent i forhold til værdiansættelse (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017). Det vil sige, at modellen sætter aktøren i stand til at generere et middelret værdiestimat, og DCF-modellen er baseret på forudsætninger, som er relativt nemme at efterleve som praktiker.

Endvidere sikrer DCF-modellen også, at det værdiestimat, som modellen kommer med, ikke er systematisk fejlbehæftet (Plenborg, 2000). I vores empiriske analyse angiver praktikerne, at DCF-modellen er den model, som de benytter mest. Dette bakkes også op af andre akademiske papirer, hvor det eksempelvis i Bancel og Mittoos (2014) papirer viser resultater, som angiver, at 80% af de adspurgte anvender DCF-modellen som den primære model. Et forhold som DCF-modellens terminalværdi er dog med til at forstørre usikkerheden ved værdiestimatet. Da terminalværdien tegner sig for en stor del af selskabets værdi, er dette af stor betydning for validiteten af DCF-modellen og bevirker også, at estimatet har en højere grad af usikkerhed (Steiger, 2008). Endvidere som model er DCF-modellen ikke tydelig i forhold til, hvornår der skabes værdi, og hvornår der destrueres værdi. Dette er en generel svaghed ved cash flow mål (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017).

Den beskrevne usikkerhed med datagrundlaget, som vi har angivet i vores problemfelt jf. afsnit 3.6 og i vores empiriske analyse jf. afsnit 3.7, vurderer vi, kan reduceres igennem den budgettering, det kræves ved anvendelse af DCF-modellen. Ved at være eksplicit i de underliggende input forudsætninger og ved at opstille de fremadrettede pengestrømme (FCF), vil vi argumentere for, at man som aktør har mulighed for indarbejde den generelle usikkerhed, som er tilknyttet inputfaktorerne vedrørende værdiansættelse af vækstselskaber. Endvidere angiver 100% af praktikerne i vores empiriske undersøgelse, at de budgetterer de underliggende faktorer. Andre forhold, som er med til at reducere usikkerheden, er, at DCF-modellen diskonterer cash flowet tilbage, hvorved man har mulighed for at justere sit cash flow i forhold til usikkerhed vedrørende inputfaktorerne.

Da DCF-modellen tvinger aktøren til at være eksplicit i sine formodninger og forudsætninger vedrørende opstilling af cash flowet, mener vi, at denne tilgang bedst muligt anvender den tilgængelige data. Hvis aktøren udarbejder en fuld resultatopgørelse, balance og pengestrømme, så vil vi argumentere for, at aktøren derved har en god mulighed for at indarbejde alt tilgængelig data ind i værdiestimatet. Dog skal det siges, at DCF-modellen er afhængig af kvaliteten og gyldigheden af de data, der bruges som input. Hvis de eksplicitte antagelser bruges klogt, er DCF-modellen et effektivt redskab til at vurdere værdierne for en række aktiver og også at analysere de effekter, som forskellige økonomiske scenarier har på selskabets værdi (Steiger, 2008). I vores empiriske undersøgelse nævner adskillige respondenter ligeledes, at et problem ved at anvende DCF-modellen er, at det kræver meget data, og dataet skal også have en vis kvalitet for at kunne opstille et realistisk budget for resultatopgørelsen, balance og pengestrømme. I forbindelse med opstilling af budget vedrørende vækstselskaber mener vi, at det er indsnævret, i hvilket omfang at den krævede datamængde og kvalitet er eksisterende i forhold til at lave et realistisk budget for værdiansættelse af vækstselskaber. Dette element angives også blandt grupper af venture kapitalfondsforeninger fra hele verden (AFIC, BVCA, &

EVCA, 2010), da de nævner, at værdiansættelse ved hjælp af DCF-modellen har en tendens til at være påvirket af aktørens egen subjektive holdning til udvikling i inputfaktorerne (Steiger, 2008).

I henhold til om DCF-modellen er et godt kommunikationsredskab, mener vi, at modellen er meget instinktiv. Dette begrundes med den fremkommende værdi, der tager udgangspunkt i selskabets eget FCF, og yderligere bliver der taget højde for tidsværdien af cash flowet. At modellen er relativ nem at snakke ud fra, kommer også til udtryk i vores empiriske undersøgelse, da praktikerne fremhæver, at DCF-modellen er nem at udarbejde, og den er nem at kommunikere over for andre personer, som er mindre kyndige. En empirisk undersøgelse har vist, at praktikernes brug af modeller påvirkes af kundernes præferencer, hvorfor praktikerne er tilbøjelige til at levere de modeller, som deres kunder kender og forventer, de bruger (Iman, Barker, & Clubb, 2008). Den empiriske undersøgelse viste også, at praktikernes kunder fokuserede på cash flow-baserede modeller, hvorfor DCF-modellen blev anvendt som standardmodel (Iman, Barker, & Clubb, 2008).

"Everything we do is client-driven. Before I go on a road show, I need to ask myself – is the stuff I am showing relevant for investors? (...) I certainly feel that valuation should be geared towards what investors need" (Iman, Barker, & Clubb, 2008, s. 521)

Dette kan være en årsag til, at praktikerne anvender DCF-modellen hyppigt og vurderer, den er vigtig i forhold til værdiansættelse, da DCF-modellen er nem at kommunikere og ikke mindst er anerkendt blandt kunderne.

4.2.2 Realoptioner

Ud fra en meget teoretisk forstand, mener vi, at optionsteorien er meget tiltalende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber, da det gør det muligt at opfange værdien af de muligheder, som vækstselskabet nu engang oplever. Dette er også noget, praktikerne i vores empiriske undersøgelse nævner. De kan godt lide tankegangen bag teorien. Hvis alle formodninger og forudsætninger er overholdt, så er optionsteorien faktisk et udmærket kommunikationsredskab, da du som praktiker har muligheden for at fremvise en sælger, hvilket potentiale aktøren ser i vækstselskabet fremadrettet. Dette giver selvfølgelig også muligheden for at generere et værdiestimat ud fra aktørens vurdering af mulighederne fremadrettet. Det kan godt være, realoptionsteorien er udmærket til at beskrive en overordnet værdi, men teorien er ikke nem at anvende i praksis, og det er svært at kommunikere de underliggende estimater. Ligeledes er det heller ikke nemt at anvende i praksis, da værdiansættelsesmetoden eksempelvis Black-Scholes har mange antagelser, som gør det kompliceret at kommunikere ud, hvordan man er kommet frem til værdiestimatet. Endvidere er der mange af antagelserne, som er svære at overholde i praksis. Realoptionskonceptet er heller ikke så udbredt blandt praktikerne som eksempelvis multipler eller DCF-modellen, hvorfor deres forståelse for konceptet er fraværende. Overordnet set mener vi, at realoptionsmodellen i en teoretisk perfekt verden er god som kommunikationsredskab, men i

praksis svækkes realoptionsmodellen som kommunikationsredskab pga. dens kompleksitet og manglende forståelse for konceptet.

Ved brug af realoptioner såsom Black-Scholes modellen (BS-modellen), vil vi argumentere for, at det er plausibelt at øge modellens præcision, hvis de bagvedliggende formodninger og forudsætninger kan opretholdes. Et af de problemer, der opstår ved realoptioner, er manglen på evne til at identificere mulighederne i virkeligheden. Andre problemer er relateret til beregningsproceduren. Det kræver brug af kompliceredeformler, som kun kan forstås af personer med avanceret matematisk viden og tilpasning til nogle gange uklare og ret stive antagelser (Dzyuma, 2012). Disse uklare og stive antagelser kan være problematisk i forhold til vækstselskaber, hvis forudsætningerne er for stive og derved ikke kan overholdes. Disse problematikker er også afspejlet i vores empiriske undersøgelse, da adskillige respondenter giver udtryk for, at værdiansættelse ved brug af realoptioner i praksis er meget svært. Dette forhold kommer også til udtryk i undersøgelsen, da realoptioner næsten aldrig bliver anvendt i praksis. Det er et problem, at det er vanskeligt at se realoptionerne i virkeligheden, hvorfor vi mener, at det er meget vaskeligt i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber, da størstedelen af værdien vil komme fra de fremadrettede muligheder. Dette anliggende, angiver Damodaran (2010) også, da Damodaran fremfører, at størstedelen af værdien hos vækstselskaber skal findes i selskabets fremadrettede muligheder.

Det er vigtigt at indarbejde den generelle usikkerhed, som er forbundet med værdiansættelse af vækstselskaber. I forhold til indarbejdelsen og ekspliciteringen af denne usikkerhed vil vi argumentere for, at realoptioner er udmærket til at indarbejde og eksplicitere denne usikkerhed. Hvis du sammenligner det med, at en option ville indgå med den forventede optionsværdi i DCF'en, så vil formodningerne og forudsætningerne omkring den generelle usikkerhed vedrørende inputfaktorerne være eksplicit i en BS-model. En vis begrænsning i brugen af realoptionskonceptet er i forhold til behovet af god historiske data, som generelt kun findes på finansielle markeder for typiske aktiver, der er genstand for systematisk handel (Dzyuma, 2012). Det kan være svært at tydeliggøre usikkerheden i BS-modellen, hvis det ikke er muligt at estimere usikkerheden i forhold til det underliggende aktiv, hvorfor det bliver svært at tydeliggøre den generelle usikkerhed. Ud over at der kan være problemer med at identificere mulighederne, kan der ligeledes opstå en usikkerhed ved anvendelse af realoptionsteorien ved, at det er tvivlsomt om ledelsen i vækstselskabet er i stand til at eksekvere optionerne. Hvis realoptionerne ikke bliver udnyttet, så angiver det ikke nogle værdi i vækstselskabets prissætning.

Den tilgængelig data bliver anvendt på en anderledes måde, når vi snakker om værdiansættelse ved hjælp af realoptioner. I denne tilgang bliver realoptioner anvendt til at spotte mulighederne i selskabet. Fokusset er dermed rykket mere mod, hvad der er muligt i fremtiden og derved mindre fokus på selskabets nuværende

forretningsområder. Derfor er der meget af den tilgængelige data, som en aktør ikke vil anvende, da aktørens fokus er et andet sted.

4.2.3 Multipler

Hvorvidt multipler kan give et middelret værdiestimat afhænger af om forudsætningerne for modellen er overholdt. Den forudsætning, som vi tænker er mest afgørende for modellens præcision er problematikken omkring valget af sammenlignelige selskaber. Problematikken bunder i, hvorvidt vi tænker de udvalgte selskaber er sammenlignelige i henhold til rentabiliteten, vækst og risiko (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017). Et andet problem, som også er afgørende for, om man får et middelret værdiestimat, er den regnskabspraksis, som anvendes blandt de sammenlignelige selskaber. På grund af ovenstående finder vi det interessant, at mange af respondenterne i vores empiriske undersøgelse fortæller, at multipler bliver anvendt som et sikkerhedstjek for værdiestimatet, som er estimeret på baggrund af andre værdiansættelsesmodeller. Dette er i tråd med det, Goedhart et al. (2005) nævner, nemlig at multipelbaseret værdiansættelse kan være med til at gøre en DCF-model mere præcis. Dette kan gøres ved at anvende multipelbaseret værdiansættelse til at stressteste selskabets cash flow forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance og dets konkurrenter og facilitere konstruktive diskussioner af, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er (Goedhart, Koller, & Wessels , 2005). Praktikerne i vores undersøgelse tilkendegiver ligeledes, at de anvender multipelbaseret værdiansættelse til at finde et niveau for en værdisætning.

Da multipler er en bekvem og simpel metode til at værdiansætte ud fra, mener vi, at multipler har en positiv virke i forhold til at være et godt kommunikationsredskab. Dette ses også i vores empiriske undersøgelse, hvor multipler er ratet på samme eller højere niveau end DCF-modellen på hyppigheden. Konceptuelt giver det også intuitiv god mening, at estimatet for det pågældende selskab er beregnet på baggrund af, at man relaterer til sammenlignelige selskabers værdi. I relation til dette mener vi dog, at der ligger et problem i forhold til kommunikationen, hvis aktøren er uenig i valget af sammenlignelige selskaber.
Den tilgængelige data anvendes ligeledes anderledes ved multipler end ved DCF-modellen. Multipler fokuserer mere på at finde sammenlignelige selskaber. Damodaran (2010) påpeger, at sammenlignelige selskaber er en god kilde til information, og at sammenlignelige selskaber kan godtgøre manglende historisk information. Ud over sammenlignelige selskaber anvendes også tilgængelige data til at estimere de nøgletal, som skal anvendes til at finde et værdiestimat. Den tilgængelig data bliver ofte anvendt til at estimere de budgetterede nøgletal jævnfør vores empiriske undersøgelse. Dette bakkes også op af Goedhart et al. (2005), da deres empiriske analyse har vist sig, at fremadrettede multipler er mere præcise i forhold til en værdisætning. Endvidere viser data i vores empiriske undersøgelse, at praktikerne anvender nøgletal, som relaterer sig toppen af resultatopgørelsen. At praktikerne anvender multipler, som fokuserer mere på toppen af resultatopgørelsen, er meget fornuftig, da vækstselskaber ofte er kendetegnet ved at have negativ indtjening. Dette bak-

kes også op af Damodaran (2010), da han pointerer, at omsætningsmultipler er meget anvendelige i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber. Sammenfattende kan man sige, at multipler anvender en stor del af den tilgængelige data i forbindelse med multipelbaseret værdiansættelse. Efter vores overbevisning forlanges der mere information til udarbejdelsen af et fuldt budget ved eksempelvis DCF-modellen end ved multipelværdiansættelse, hvorfor DCF-modellen indarbejder mere af den tilgængelige data end multipler. Dog skal det siges, at multipelbaseret værdiansættelse indarbejder nyttigt data/information fra aktiemarkedet, hvilket DCF-modellen ikke gør, hvorfor multipelmetoden er et godt supplement til de kapitalværdibaserede modeller (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017).

Multipelbaseret værdiansættelse indeholder en større usikkerhed end de andre modeller, da multipelbaseret værdiansættelse ikke kræver et udføreligt budget. Det har den effekt, at vedkommende, som skal foretage værdiansættelsen, ikke på samme måde er eksplicit i formodningerne og forudsætningerne ved værdisætningen i forhold til, hvis der var anvendt et udføreligt budget. Ved at opstille det fulde budget og anvende det i forbindelse med multipelværdiansættelse, så vil graden af usikkerhed i inputfaktorer være mindre. Derved vil multipelbaseret værdiansættelse blive mere bekvemt til at tjekke værdisætningen. Ydermere er der også usikkerheden omkring, hvor sammenlignelige de selskaber, man har fundet, egentligt er. Denne usikkerhed vil sætte sig i estimatet for selskabet. Sammenfattende vurderer vi, at multipelbaseret værdiansættelse er en af de modeller, som er mest usikkerhedsbehæftet.

4.2.4 Economic Value Added modellen

Vi ser den styrke ved EVA-modellen, at det er en model, som er teoretisk konsistent i forhold til værdiansættelse (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017). Det vil sige, at modellen sætter aktøren i stand til at generere et middelret værdiestimat, og at EVA-modellen er baseret på en forudsætning, som er relativt nem at efterleve som praktiker. Endvidere er EVA-modellen ækvivalent til DCF-modellen.

Som sagt er EVA-modellen og DCF-modellen ækvivalente, hvorfor der er ikke vil være nogen forskel vedrørende den generelle usikkerhed. EVA-modellens værdiestimat er også estimeret på baggrund af det fulde budget. Vi ser dette som en styrke, hvilket også er nævnt tidligere, da aktørernes forudsætninger m.m. er eksplicit. Ydermere vil vi argumentere for, at det vil mindske usikkerheden på værdisætningen, at EVA-modellen er bygget op omkring begrebet om totalindkomst, hvilket er med til at sikre, at modellen er ufølsom i forhold til indregningskriterier (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017).

EVA-modellen fokuserer på den værdiskabelse, der sker i selskabet. Selvom EVA-modellen fokuserer på værdiskabelsen i selskaber, så tager både DCF-modellen og EVA-modellen udgangspunkt i det samme fulde budget, og praktikerne i vores empiriske undersøgelse nævner også, at det er samme budget, som anvendes til begge værdiansættelsesmodeller. Af den grund inddrager EVA-modellen alt tilgængelig data, hvis aktøren

udarbejder en grundig strategisk analyse. Det er den samme information, som medgår både i DCF-modellen og EVA-modellen.

Grundtanken ved EVA-modellen om at vise, hvorvidt der skabes merværdi er et solid kommunikationsredskab over for en mulig køber/sælger. Det er tydeligt i forhold til DCF-modellen, hvornår der skabes værdi, og hvornår der destrueres værdi. Vi finder det dog problematisk, at vores undersøgelse angiver, at modellen ikke anvendes så hyppigt blandt respondenterne sammenlignet med DCF-modellen. Med dette in mente vurderer vi, at EVA-modellen er mindre brugbar som kommunikationsredskab end DCF-modellen, da EVA-modellen er teoretisk funderet og ikke så anerkendt blandt praktikerne.

4.2.5 Best practice framework - værdiansættelsesmodeller

I de foregående afsnit har vi analyseret de værdiansættelsesmodeller, som er inkluderet i vores speciale. Med udgangspunkt i de observerede styrker og svagheder værdiansættelsesmodellerne vil vi opstille vores guidelines i forhold til et best-practice framework til værdiansættelse af vækstselskaber.

I vores best-practice framework har vi valgt DCF-modellen som det styrende element i vores framework. Som støtte til DCF-modellen vil vi anvende multipler der er baseret på toplinjen til at sandhedstjekke den estimerede værdi fra DCF-modellen. Ydermere vil vi anbefale, at usikkerheden ved inputfaktorerne vil blive visuelle via scenario analyse.

Begrundelsen for at vælge DCF-modellen som vores styrende element skyldes, at DCF-modellen angiver; et præcist værdiestimat, godt kommunikationsredskab og anvender tilgængeligt data. Dog skal det siges, at DCF-modellen er afhængig af kvaliteten og gyldigheden af de data, der bruges som input. Som tidligere nævnt, så angiver adskillige respondenter, at et problem ved at anvende DCF-modellen er, at det kræver meget data, og dataet skal også have en vis kvalitet for at kunne opstille et realistisk budget for resultatopgørelsen, balance og pengestrømme. Selvom der kan være manglende inputdata, så vi vil argumentere for, at det er en styrke, at modellen kræver, at der opstilles et fuldt budget. På den måde bliver usikkerheden ved inputdataene ekspliciteret, og aktørens formodninger og forudsætninger bliver visuelle. Derfor vil vi præferere at estimere værdien af selskabet ved at konstruere en DCF med usikkerhed i inputdata, såfremt inputdatene bliver ekspliciteret i budgetantagelserne. Som det også har vist sig i vores empiriske undersøgelse, er DCF-modellen også ratet som den model, der er mest udbredt blandt praktikerne på markedet.

I Bancel & Mittoos (2014) empiriske undersøgelse har de fremlagt resultater, som viser, at 60% af respondenterne anvender mere end to værdiansættelsesmodeller til at værdisætte ud fra. Dette støttes også af en undersøgelse foretaget i Storbritannien (Iman, Barker, & Clubb, 2008). For at støtte op omkring den estimerede værdi fra DCF-modellen vil vi tilføje multipler, da det er en god måde at sammenligne de to modellers vær-

diestimater. Multipelbaseret værdiansættelse vil også være et godt redskab til at gøre DCF-modellen mere præcis. Derfor skal multipelbaseret værdiansættelse anvendes til at stressteste selskabets cash flow forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance og dets konkurrenter og facilitere konstruktive diskussioner om, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er. Multipler vil derigennem være med til at øge sikkerheden for den fremkommende værdi. Ved at kombinere de to modeller, har man mulighed for at fokusere både på flerårige prognoser samt kortsigtede prognoser. Mens DCF er nyttig, fordi den giver detaljerede flerårige prognoser for pengestrømme (dvs. langsigtet fokus), giver multipler aktøren et års eller to års forecast for indtjening (Iman, Barker, & Clubb, 2008). Multipelbaseret værdiansættelse vil selvfølgelig kun være med til at øge sikkerheden for værdiestimatet, såfremt aktøren sammenligner modellerne, og den fremkomne værdi er estimeret ved hjælp af det fremadrettede budget. På baggrund af de kendetegn, som vækstselskaber har, og hvad vores praktikere har givet udtryk for, vil vi argumentere for, at det vil give mest mening at anvende multipler, som er i toppen af resultatopgørelsen. Som det også har vist sig i vores empiriske undersøgelse, er multipler ligesom DCF-modelen meget udbredt blandt praktikerne på markedet. Sammenfattende kan man sige, at ved anvendelse af DCF-metoden i kombination med andre metoder, som f.eks. trading multipel eller transaktionsmultipler, er dette en effektiv tilgang til at opnå et realistisk udvalg af passende selskabsværdier. Ved brug af flere værdiansættelsesteknikker elimineres deres individuelle mangler, og det endelige mål inden for selskabers værdiansættelse kan nås: fastlæggelse af en retfærdig og gyldig selskabsværdi.

Ved at kombinere de to modeller vil vi argumentere for, at man kommer frem til et værdiestimat, som opfylder udvalgte krav. Vi må medgiver, at ved værdiansættelse af vækstselskaber –sammenlignet med mere modne selskaber – regelmæssigt vil være en større usikkerhed ved inputfaktorerne. Damodaran (2010) nævner ligeledes, at den risiko, som er forbundet med vækstselskaber, skal findes ved selskabets karakteristik, og at den generelle usikkerhed, der er forbundet vækstselskaber, ikke er fremprovokeret af værdiansættelsesmodellerne eller aktøren. Af den grund anbefaler vi, at der tilføjes en scenarioanalyse, hvor selskabet bliver værdisat ved hjælp af DCF-modellen ud fra forskellige scenarier med det formål at tage højde for de forskellige usikkerhedselementer, som er karakteristiske for vækstselskaber. Ved at bruge forskellige scenarier, vil værdien af selskabet spredes ud over et interval. Ved at tildele de forskellige scenarier en sandsynlighedsvægtning vil det endelige værdiestimat af selskabet fremkomme. Denne tilgang vil øge komforten omkring det endelige værdiestimat. Endvidere vil det bidrage med en eksplicitering af de usikkerhedsforhold, der er ved vækstselskaber, sammenlignet med, hvis estimatet indgik ved et base scenario.

Best-practice frameworket er en formulering af den vurdering og prioritering imellem modellernes styrker og svagheder som vi har taget. Hvis forudsætningerne, antagelserne og ressourcerne tillader det, kunne det være en styrke at inkludere realoptionstilgangen til værdiansættelse af vækstselskaber. Det vil være en styrke at

inkludere realoptioner, da de kan være med til at eksplicitere fleksibiliteten og potentialet i det givne selskab og usikkerheden forbundet hermed, end hvis disse blev indarbejdet i DCF-modellen. Vi vil helt klart anbefale at anvende BS-modellen, hvis forudsætninger bag modellen kan overholdes. Hvis det viser sig, at forudsætningerne ikke kan opretholdes, vil det være en mulighed at anvende et binomialt beslutningstræ. Analysen med realoptionsteorien skal fokusere på at bestemme muligheder, da vækstselskaber er betegnet ved at have mange fremadrettede muligheder. Dette skyldes, at størstedelen af selskabets værdi kommer fra mulighederne, som selskabet vil opleve i fremtiden. Som vi tidligere har beskrevet i afsnit 3.7.5, er der mange problematikker ved at benytte realoptionsteorien i en praktisk kontekst. Derfor skal det kun inkluderes i best-practice frameworket, såfremt at ressourcerne, antagelserne og forudsætningerne er overholdt. Hvis det inkluderes, kan realoptionsteorien bidrage med et værditilførende element til det samlede framework.

4.3 Kvalitative forhold

4.3.1 Informationskilder

I forbindelse med vores empiriske undersøgelse har vi bl.a. spurgt vores respondenter ind til brugen af informationskilder, når de skal foretage en budgettering til anvendelse for DCF-modellen. Vi mener, at dette element har en stor betydning, da praktikerne i vores empiriske analyse har givet udtryk for, at det specielt er de estimerede inputfaktorer, som er et usikkerhedselement i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Afsnittet vil tage udgangspunkt i praktikernes anvendelse af de forskellige informationskilder og videre holdt op i mod vores opstillede kriterier for et godt framework.

I vores undersøgelse har vi taget udgangspunkt i de tidligere nævnte informationskilder, som vi mener, alle tre kan have en betydning i forbindelse med at nå frem til en estimering af inputfaktorerne. Vi vil i nedenstående del af analysen se nærmere på disse tre elementer som informationskilde.

Den første informationskilde, som vil blive vurderet, er de historiske regnskaber. Vi mener, at de historiske regnskaber generelt set er en god forudsætning i forbindelse med budgettering af selskabets fremtidige udvikling. Selskabernes historiske regnskaber giver helt grundlæggende en god information omkring deres historiske udvikling, og endvidere fungerer regnskabet også som et stærkt kommunikativt redskab. Den fremtidige budgettering bliver ofte estimeret på baggrund selskabets historiske udvikling, hvor man går ind og analyserer de tidligere års resultater og derefter arbejder videre med den observerede trend. I forbindelse med budgettering af vækstselskaber ser vi dog nogle problematikker ved anvendelse af historiske regnskaber som informationskilde. Som nævnt i vores indledning er vækstselskaber kendetegnet ved at have få og volatile regnskaber, hvilket gør det usikkert, hvorvidt de historiske regnskaber er repræsentative for selskabets fremtidige udvikling. Endvidere har vækstselskaber også ofte oplevet en negativ indtjening og fluktuerende omsætning i deres historiske regnskaber, hvilket kan gøre det problematisk at estimere selskabets vækstrate ud fra gennemsnittet af disse. I stedet bør der specielt for vækstselskaber tages udgangspunkt i væksten i selska-

bet fra år til år, da dette giver information om, hvordan væksten har ændret sig i takt med, at selskabet er blevet større. Denne information kan så anvendes til at estimere selskabets fremtidige udvikling (Damodaran, 2002). Undersøgelsen viser at tidligere regnskabsdata er den informationskilde, som praktikerne har ratet lavest.

Ser vi på benchmark-virksomheder som informationskilde, ser vi en problemstilling, som ligeledes er observeret ved anvendelse af multipelbaserede værdiansættelsesmodeller. Det kan være svært for nye selskaber og selskaber kategoriseret som vækstselskaber at finde ideelle og egentlig sammenlignelige benchmark-virksomheder. Det er derfor usikkert, hvorvidt benchmark-virksomheder som informationskilde til budgettering kan være med til at reducere usikkerheden omkring det fremkomne værdiestimat. Styrken ved at anvende benchmark-virksomheder er til gengæld, at det er en relativ bekvem måde at indsamle information på baggrund af. Endvidere er multipelmodellerne relativt simple at anvende samt et nemt kommunikationsredskab i forhold til at skabe sammenlignelighed selskaberne i mellem. Da det som tidligere beskrevet kan være svært at finde sammenlignelige selskaber, mener vi, at aktøren bør lægge vægt på de mere branchespecifikke forhold, frem for de mere selskabsspecifikke forhold. Herved formindsker aktøren usikkerhedsfaktoren omkring de selskabsspecifikke forhold. Et af de brancheforhold, som praktikerne kan anvende benchmark-virksomheder til at estimere, er bl.a. de vægtede kapitalomkostninger, WACC. Ofte anvender selskaberne inden for samme branche en WACC, som ligger tæt op af hinanden. Dette kan også ses ud fra vores empiriske undersøgelse, hvor praktikerne har ratet estimering af WACC højest som værende en af de inputfaktorer, som praktikerne oftest prøver at belyse ved hjælp af benchmark-virksomheder.

I forhold til vores opgave er strategiske analyser blevet behandlet som informationskilde, men vi har endvidere også kigget på, hvordan praktikerne anvender de forskellige strategiske analysemodeller. Vi vil i et senere afsnit gennemgå de enkelte analysemodeller. Vores respondenter har ratet de strategiske analyser som værende den informationskilde, som de tillægger størst værdi foran henholdsvis benchmark-virksomheder og historiske regnskaber. Den strategiske analyse, mener vi, gør aktøren i stand til at analysere de underliggende faktorer og usikkerheder, der ligger omkring selskabet, og disse vil igennem analysen blive belyst. Ved de strategiske analyser er der ligeledes den styrke, at disse analyser fokuserer på selskabets fremtidige situation frem for eksempelvis de historiske regnskaber. Dette mener vi specielt er en styrke, da vi har med vækstselskaber at gøre, da størstedelen af selskabets værdi ligger i den fremtidige udvikling. Ved at tage fat i forhold, som ligger længere ude i fremtiden, mindsker man herved noget af den usikkerhed, som ligger i, hvor repræsentativt de historiske regnskaber eksempelvis er for selskabets udvikling. Ydermere vil vi argumentere for, at hvis der iværksættes en dybdegående, strategisk analyse af selskabet, vil størstedelen af den tilgængelig data blive indsamlet i den strategiske analyse. Den strategiske analyse kan dog være meget kompleks, da den indeholder mange forskellige strategiske analysemodeller, hvilket kommunikationsmæssigt kan skabe forvirring, da de forskellige strategiske analysemodeller overlapper hinanden. Hvis de strategiske analysemodeller

vælges med omtanke og foretages på baggrund af den tilgængelige data, mener vi, at dette vil give et godt overblik over selskabet og dets både interne og eksterne miljø.

4.3.2 Analytiske faktorer

Sammen med informationskilderne, som er gennemgået i det foregående afsnit, og i relation til de strategiske analysemodeller, som vil blive gennemgået i næste afsnit, mener vi også, at der findes en række kvalitative analytiske faktorer, som en aktør bør tage stilling til. Vi har i vores empiriske undersøgelse taget udgangspunkt i en række forskellige faktorer, som vi mener, har en indflydelse på både værdiestimatet og budgetteringen. Vi mener, at det er muligt at sammenligne de enkelte kvalitative faktorer for på den baggrund at belyse de mest værdigivende faktorer i forbindelse med en værdiansættelse af vækstselskaber. Tidligere regnskaber og sammenlignelige selskaber er begge blevet gennemgået som informationskilde i afsnittet tidligere, og disse vil derfor ikke blive gennemgået igen i dette afsnit. Kigger vi på de resterende kvalitative analytiske faktorer og holder dem op i mod de 4 opstillede kriterier, vurderer vi, at faktorer som dit personlige brancheKendskab, ledelsens track-record og brancherapport som værende de mindst værdigivende faktorer. Omvendt ser vi følgende faktorer: selskabets budgetter, dialog med ledelsen, forretningsplan, og organisationens know-how som værende de faktorer, som tilføjer mest værdi i forbindelse med en værdiansættelse af et vækstselskab. Ser vi på disse faktorer i forhold til, hvordan vores respondenter har ratet disse i vores empiriske undersøgelse, kan vi se, at praktikerne har ratet disse faktorer højt på både vigtighed og hyppighed. De anser dermed også disse faktorer som de mest centrale analytiske faktorer. Det skal dog nævnes, at brancherapporter opnår en højere rating end organisationens know-how på vigtighed, mens organisationens know-how omvendt opnår en markant højere rating end brancherapporter på hyppighed. Den personlige ”gut-feeling” har fået en forholdsvis høj rating blandt praktikerne på omkring 3,85 på både vigtighed og hyppighed. Denne faktor adskiller sig dog lidt fra de andre analytiske faktorer, da ”gut-feeling” ofte blot bliver anvendt til at bekræfte, om den estimerede værdi giver mening, og om mavefornemmelsen for den estimerede værdi er rigtig.

Selskabets forretningsplan, anser vi, som værende en helt basal analytisk faktor i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Selskabets forretningsplan indeholder vigtig data i forhold til selskabets egentlige eksistensberettigelse. Heri indgår selskabets idégrundlag, formål og de fremtidige retningslinjer og planer for selskabet. Forretningsplanen giver aktøren et godt og dybt kendskab til selskabet, hvilket er behjælpelig i forhold til at vurdere selskabets nuværende og fremtidige position. Et større kendskab til selskabet vil medføre en større sikkerhed omkring vurderingen, og derved vil noget af usikkerheden forsvinde. Ligeledes vil en dialog med selskabets ledelse bidrage til et dybere kendskab til selskabet og dem, der står for selve eksekveringen af den fremlagte forretningsplan. Ledelsen må antages at have den dybeste indsigt i selskabet, og hvordan den fremlagte forretningsplan skal eksekveres. Aktøren får derved det mest optimale indblik i selskabets nuværende situation og position samt ledelsens fremtidige syn på selskabets udviklingsmuligheder

og planer ved at kombinere selskabets forretningsplan med en dialog med selskabets ledelse som analytiske faktorer. Dette gør det nemmere for aktøren at estimere selskabet fremtidige udvikling og aktøren mindsker herved noget af usikkerheden i forbindelse med at værdiansætte selskabet.

Virksomhedens budgetter, mener vi også, er en vigtig kvalitativ faktor. Som selskabets forretningsplan viser selskabets fremtidige køreplan, er virksomhedens budgetter estimater for selskabets fremtidige performance. Aktøren kan med udgangspunkt i selskabets egne budgetter og ved hjælp af andre antagelser, som er fremkommet ved hjælp af andre analyser, forsøge at nå frem til et realistisk analytisk budget, som er fremkommet ved at korrigere de allerede etablerede budgetter. Selskabets budget betragter vi derfor som værende et godt udgangspunkt i forbindelse med værdiansættelse kontra, hvis ikke virksomhedens budgetter var tilgængelige.

Sluttelig har vi også angivet organisationens know-how, som værende en af de mest værdigivende kvalitative faktorer i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Denne faktor medgår derfor ligeledes i vores best-practice framework. Organisationens know-how viser ledelsens og medarbejdernes forståelse og ekspertise indenfor selskabsdrift og selskabets branche, hvilket er vigtige forhold, da stor ekspertise tilføjer selskabet værdi.

Som det er beskrevet tidligere spiller den personlige ”gut-feeling” en lidt anden rolle end nogle af de andre analytiske faktorer. For en aktør, som har været i branchen i mange år og har stor erfaring, kan det være svært ikke at lade sin mavefornemmelse spille en rolle i forbindelse med en værdiansættelse. Det er vigtigt, at aktøren har en god mavefornemmelse for det fremkomne estimat og de inputfaktorer, som aktøren har bygget sin værdiansættelse på. Det er dog lige så vigtigt, at mavefornemmelsen ikke spiller for stor en rolle i selve værdiestimatet, da aktøren i forbindelse med selskaber eller projekter vil komme med for høje værdiestimater for selskaber eller projekter, som aktøren er lidt ”forelsket” i.

4.3.3 Grundtanken ved strategiske analysemodeller

Som nævnt i ovenstående afsnit har vi ligeledes undersøgt og analyseret praktikernes anvendelse af forskellige strategiske analysemodeller. Her har vi taget udgangspunkt i otte analysemodeller, som dækker både selskabets omverden, marked, selskab samt selskabets styrkeprofil. I dette afsnit vil de strategiske analysemodeller blive gennemgået, og vi vil kigge på modellernes henholdsvis fordele og ulemper.

I forbindelse med en analyse af selskabets omverden har vi valgt at arbejde med modellerne PEST(EL) og Porter’s Diamond. Omverdensanalysen er et vigtigt element, da det er nødvendigt for aktøren, at han/hun har kendskab til det miljø, som selskabet opererer i, i forhold til at estimere selskabets fremtidige performance og vækstpotentiale i relation til den samlede markedsvækst og samfundsøkonomien. Det er derfor vigtigt at få afklaret, hvilke eksterne forhold som har eller kan have en indflydelse på selskabets nuværende, men også fremtidige performance. For at opnå en dækkende analyse af selskabets omverden ser vi PEST(EL) analysen

som værende det bedste redskab til dette. PEST(EL) analysen tager højde for de væsentligste faktorer, som findes i selskabets omverden, og gennemgår disse faktorer meget systematisk. Analysemodellen er relativ simpel at arbejde ud fra og samtidig nem at kommunikere ud. Ud fra dette mener vi som tidligere nævnt, at PEST(EL) analysen er den mest dækkende analysemodel i forhold til et selskabs omverden og et bedre kommunikativt redskab end f.eks. Porter's Diamond. Vores empiriske undersøgelse viser også, at PEST(EL) analysen er foretrukket frem for Porter's Diamond blandt praktikerne.

En analyse af selskabets markedsforhold mener vi, ligeledes som omverdensanalysen, er vigtig i forbindelse med at skabe et overblik over konkurrencesituationen på markedet. Et redskab, vi mener, kan være anvendeligt i forbindelse med en markedsanalyse, er Porter's Five Forces. Porter's Five Forces analyserer konkurrencesituationen ud fra de fem faktorer; kunderne og leverandørenes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter, konkurrence situation på markedet og truslen fra nye indtrængere, som vi mener, alle er relevante og vigtige faktorer at tage højde for. Modellen er behjælpelig med at se på, hvorvidt der er nye udbydere på vej ind på markedet, eller om der er nye substituerende produkter på vej, som vil være med til at øge konkurrencen og evt. tage noget af væksten hos de eksisterende selskaber. Endvidere er modellen behjælpelig i forhold til at analysere forhandlingstyrken mellem selskabet og dets leverandører og kunder. Dette vil give et overblik over, hvorvidt selskabet kan blive presset på deres vækst og marginer. Dette er noget, Damodaran (2010) behandler. Damodaran (2010) nævner ligeledes, at et bredt fokus i konkurrentanalysen er vigtig at opretholde. Alle fem faktorer, mener vi, er vigtige i forhold til et vækstselskab, da analysen medvirker til at se på, hvorvidt denne vækst kan bibeholdes. Modellen er ligeledes som PEST(EL) nem at anvende og er ligeledes god til at strukturere og skabe overblik over den data, der ligger tilgængelig om et givent marked. Porters Five Force's er i vores empiriske undersøgelse blevet ratet højest af praktikerne blandt de otte strategiske analysemodeller, hvilket viser modellens store relevans i forbindelse med en værdiansættelse. Modellen er ligeledes et godt kommunikationsredskab, da modellen skaber et overblik over de væsentlige markedsfaktorer.

Kigger vi på de interne analyser, har vi valgt at behandle de fire interne analysemodeller: værdikæden, livscyklus, Ansoffs vækstmatrice og BCG modellen. Blandt de fire analysemodeller er værdikædeanalysen den model, som praktikerne har ratet højest. Vi ser ligeledes værdikædeanalysen som værende meget værditilførende i forhold til at analysere og skabe overblik over selskabets interne processer. En analyse af selskabets værdikæde giver aktøren mulighed for at identificere, hvor i selskabet der skabes størst værdi. Endvidere giver modellen et struktureret overblik over den information, der ligger om selskabets interne forhold, hvilket yderligere hjælper aktøren med at få en dybere forståelse af selskabet.

Livscyklusmodellen har praktikerne givet en rating omkring middel målt på både vigtighed og hyppighed. Livscyklusmodellen, mener vi også kan være behjælpelig med at give et indblik i, hvilket stadie selskabet på nuværende tidspunkt befinder sig i, og hvordan selskabets udvikling vil se ud fremadrattet målt på vækst og omsætning. Aktøren mener vi dog oftest på forhånd har kendskab til selskabets placering i livscyklussen, da rådgiverne oftest har angivet dette tidligere uden egentlig anvendelse af livscyklusmodellen. Vi mener endvidere, at andre analysemodeller som PEST(EL) og Porter's Five Forces, begge kan bidrage til at nå frem til et estimat af selskabets fremtidige forventede vækst og udvikling i omsætningen. Vi tillægger derfor ligeledes modellen mindre værdi, som praktikerne har angivet, da andre modeller vil være mere værditilførende.

De to modeller i den interne analyse, der har opnået den laveste rating blandt praktikerne, er Ansoffs vækstmatrice og BCG matricen. Kigger vi først på Ansoffs vækstmatrice, mener vi, at denne model i nogen omfang kan bidrage til analysen, da modellen kigger på, hvilke udviklingsmuligheder selskabet har. Dette, mener vi, kan være ret interessant at kigge på, da det er vigtigt for vækstselskaber at opretholde sin vækst. Vi mener dog, at en analyse af markedet ved hjælp af Porter's Five Forces er tilstrækkelig dækkende for de udviklingsmuligheder, der er for selskaber, der ligger i stadiet vækst i livscyklusmodellen. Vi ser derfor kun Ansoffs vækstmatrice som værende mindre værditilførende i forbindelse med analysen. Dette gælder også for BCG matricen. Dette mener vi på baggrund af selskabernes betegnelse som vækstselskab, hvilket oftest vil placere selskabernes produkter under betegnelsen "spørgsmålstegn", da selskaberne endnu helt mangler at have bevist proof-of-concept.

Til at opsummere er det essentielt at inddrage SWOT-modellen for at belyse selskabets styrkeprofil. Modellen formår at opsamle, strukturere og opsummere al den tilgængelige data på en relativ forståelig måde i en enkelt model. Da modellen er så enkel, medfører dette ligeledes, at den er nem at kommunikere. Modellen bidrager som sådan ikke med ny viden omkring selskabet, men den agerer oftest blot som et opsamlende redskab for viden, der allerede er generet ved hjælp af andre strategiske analysemodeller. Vi mener alligevel, at SWOT-modellen bidrager med stor værditilførelse til analysedelen, hvilket praktikerne også har givet udtryk for.

Modellerne, som er gennemgået ovenfor, anvendes primært blandt praktikerne til estimering af bl.a. omsætning, omkostninger og vækstrate. Dette giver også god mening, da vækstselskaber oftest har stor fokus på disse tre parametre.

4.3.4 Best-practice framework - Kvalitative faktorer

I relation til værdiansættelse af vækstselskaber, vurdere vi, at strategiske analyser som informationskilde er de mest anvendelige set i forhold til de to andre. Dette mener vi, fordi strategiske analyser har sin primære fokus på at hente information om selskabets fremtidige udvikling, som kan kvantificeres som inputfaktorer i værdiansættelsesmodellen. Benchmark-virksomheder ser vi som en informationskilde, der ligeledes kan væ-

re anvendelig i forbindelse med værdiansættelsesprocessen. Vi mener dog, at benchmark-virksomheder er mindre anvendelige, da der kan være nogle problematikker i forbindelse med anvendelse af benchmark som informationskilde. En af problematikkerne er bl.a., at det kan være svært at finde relevante og sammenlignelige selskaber for vækstselskaber. Vi mener derfor, at denne informationskilde bør anvendes som sekundær kilde. Benchmark-virksomheder som informationskilde kan dog med fordel inddrages i forbindelse med estimering af WACC. Den mindst anvendelige informationskilde i forbindelse med en værdiansættelse af vækstselskaber anser vi som værende de historiske regnskaber. Dette skyldes, at vækstselskaber ofte er karakteriseret ved høj vækst, og selskabets tidligere regnskaber vil derfor sjældent være retvisende for selskabets fremtidige udvikling.

Ud fra ovennævnte råder vi til, at strategiske analyser, skal være grundlaget for en værdiansættels af vækstselskaber. I forbindelse med dette, vurdere vi, at det er væsentligt, at der på samtlige analyseniveauer, som er henholdsvis selskabets omverden, selskabets marked, selskabets interne analyse og styrkeprofilsanalyse foretages en analyse. Dette begrunder vi med, at en analyse på alle fire niveauer bidrager til at skabe det mest fyldestgørende overblik over selskabet. Kigger vi på omverdensanalyserne, mener vi, at PEST(EL) analysen er at præferere, da den inddrager de relevante eksterne faktorer og giver et struktureret overblik over de muligheder og trusler, der ligger i selskabets omverden. Endvidere er PEST(EL) modellen den mest udbredte model blandt praktikerne i forhold til Porter's Diamond. I forbindelse med markedsanalysen har råder vi til at inddrage Porter's Five Forces, da modellen er anerkendt og den hyppigst anvendte tilgang til en analyse af markedet. Porter's Five Forces mener vi også har sin berettigelse i den strategiske analyse, da modellen giver aktøren et fyldestgørende overblik over markedsforholdene og konkurrencesituationen i branchen. Modellen giver ligeledes et struktureret overblik over den tilgængelige data, hvilket gør den nem at kommunikere ud. I forhold til en analyse på selskabsniveau mener vi, at det vil være behjælpeligt, hvis aktøren anvender en værdikædeanalyse, da modellen skaber et overblik over selskabets interne processer og værdiskabende elementer på struktureret vis. Vi tillægger dermed modeller som Ansoffs vækstmatrice, BCG matricen og livscyklusmodellen mindre værdi, da vi mener, at informationen kan frembringes ved anvendelsen af nogle af de andre strategiske analysemodeller.

Den information, man har indsamlet igennem de tre tidligere analyseniveauer, anbefaler vi, at man opsamler og opsummerer i en analyse af selskabets styrkeprofil. SWOT-modellen danner rammerne for analysen, og vi mener, at modellen er et anvendeligt redskab, der strukturerer informationen, der er tilgængelig på en brugbar og let kommunikerbar måde.

I forbindelse med de strategiske analysemodeller argumentere vi endvidere for, at aktøren anvender adskillelige analytiske faktorer, når der foretages værdiansættelser af vækstselskaber. Vi har i vores empiriske undersøgelse medtaget 10 kvalitative analytiske faktorer, som vi mener, aktøren bør inddrage i analyseproces-

sen. De 10 faktorer virker alle som informationskilder, og de medvirker alle til at øge informationsniveauet om selskabet og dens forhold. De bidrager ligeledes til at reducere usikkerheden omkring inputfaktorerne. Vi har af de 10 kvalitative analytiske faktorer udpeget 4 faktorer, som vi anser som værende de mest værdigivende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Den første faktor, vi anser som værende en af de mest værdigivende, er selskabets forretningsplan. Selskabets forretningsplan, anser vi, som en vigtigt faktor, fordi denne indeholder en beskrivelse af selskabets idégrundlag samt eksistensberettigelse. Endvidere ser vi selskabets budget som værende væsentligt, da budgettet er med til at eksplicitere selskabets fremtidige forventninger i forhold til dets resultatmæssige udvikling. Organisationens know-how er ligeledes en faktor, der spiller en værdigivende rolle. Denne faktor er behjælpelig i forhold til at få en forståelse af organisationens viden inden for den branche og det marked, hvori selskabet opererer. Dette vil være medvirkende til, at aktøren kan vurdere, hvorvidt organisationen har en forståelse for og evnerne til at eksekvere forretningsplanen. Den sidste kvalitative analytiske faktor, som vi betragter som værende vigtig i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber, er dialog med ledelsen. En dialog med ledelsen sætter aktøren i stand til at vurdere, hvorvidt ledelsens ambitioner i forhold til budgetter og fremtidig performance er realistiske, og om den formaliserede forretningsplan kan holde og eksekveres.

4.4 Best-practice framework for værdiansættelse af vækstselskaber

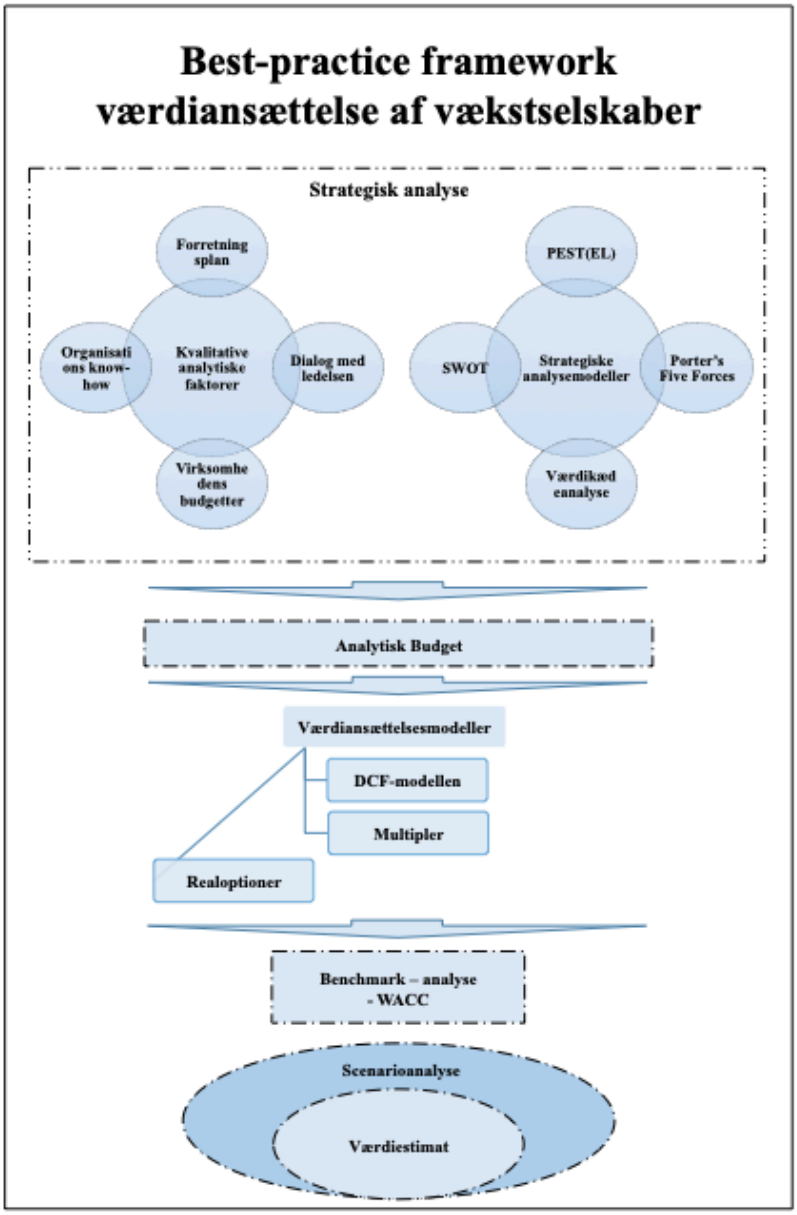
I dette afsnit ønsker vi at opstille vores best-practice framework i forhold til værdiansættelse af vækstselskaber. Modellen vil indeholde elementer fra værdiansættelsesmodeller, strategiske analysemodeller, kvalitative analytiske faktorer.

I vores guidelines vil vi råde aktøren til, at hun/han skal tage udgangspunkt i strategiske analysemodeller, så som PEST(EL), Porter's five forces, værdikædeanalyse og SWOT. Parallelt til de strategiske analysemodeller skal aktøren analysere forretningsplanen samt have en konstruktiv dialog med ledelsen med det henblik at få et indblik i selskabets interne processer. Et stort fokus skal der ligeledes være på at analysere kvaliteten af selskabets ledelse og organisations know-how. Med viden fra ovenstående faktorer, strategiske analysemodeller samt med afsæt i vækstselskabets budget vil aktøren have mulighed for at konstruere et analytisk budget, som skal benyttes i en værdiansættelsesmodel. Til at estimere WACC'en råder vi til, at benchmarkselskaber anvendes som informationskilde.

Med et opstillet analytisk budget råder vi til, at aktøren værdisætter et vækstselskab med anvendelse af en DCF-model. Som tilføjelse vil vi råde til, at aktøren også inkluderer en værdiansættelse med hjælp fra multipler, da multipelbaseret værdiansættelse vil være et godt redskab til at gøre DCF-modellen mere præcis. Derfor skal multipelbaseret værdiansættelse anvendes til at stressteste selskabets cash flow-forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance, dets konkurrenter og facilitetere konstruktive diskussioner af, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er (Goedhart,

Koller, & Wessels , 2005). Hvis forudsætningerne, antagelserne og ressourcerne gør det muligt, vil det være en styrke at inkorporerer realoptionstilgangen til værdiansættelse af vækstselskaber. Det vil være en fordel at inkludere realoptioner, da de kan være med til at synliggøre den fleksibilitet og de muligheder der ligger i det givne selskab.

Slutteligt råder vi til, at der tilføjes en scenarioanalyse, hvor selskabet bliver værdisat ved hjælp af DCF-modellen ud fra forskellige scenarier med det formål at tage højde for de forskellige usikkerhedselementer, som er karakteriseret for vækstselskaber. Ved at bruge forskellige scenarier vil værdien af selskabet spredes ud over et interval. Ved at tildele de forskellige scenarier en sandsynlighedsvægtning vil det endelige værdiestimat af selskabet fremkomme. Denne tilgang vil øge komforten omkring det endelige værdiestimat. Ligeledes vil det bidrage med en eksplicitering af de usikkerhedsforhold, der er ved vækstselskaber, sammenlignet med, hvis estimatet indgik ved et base scenario.. Modellen ser ud som følgende:



Figur 2 – Best-practice-model (Kilde: Egen tilvirkning)

Vi mener, at ovenstående figur 2 illustrerer et best-practice framework for værdiansættelse af vækstselskaber. Vores best-practice framework er udarbejdet på baggrund af de forhold, som vi finder mest værdigivende i relation til vores 4 kriterier.
Hvis praktikere anvender vores framework, er vi overbeviste om, at det vil hjælpe med at reducere usikkerheden omkring det endelige værdiestimat, når man værdisætter vækstselskaber. Det skyldes, at DCF-modellen vil give et præcist værdiestimat, og hvis denne tilføjes med en multipelværdiansættelse, som vil bidrage med at kontrollere værdiestimatet samt bidrage med muligheden for at stressteste selskabets cash flow-forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance og dens konkurrenter og facilitetere konstruktive diskussioner af, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er. Ydermere vil de bagvedliggende analyser bidrage med visuel fremvisning af antagelser og usikkerhedselementer, hvilket alt andet lige vil bidrage med øget sikkerhed i inputfaktorerne til det analytiske budget.

4.5 Best-practice framework ud fra et respondent perspektiv

Vores best-practice framework, som er beskrevet i ovenstående afsnit, er vidtfavnende og acceptabel for alle aktører i branchen for værdiansættelse. Vores empiriske undersøgelse har dog vist, at der er en række forhold, som vores tre prædefinerede respondentgrupper bør tage i betragtning i forhold til vores opstillede best-practice framework.

Som det er beskrevet tidligere i opgaven, investerer venture kapitalfondene tidligere i selskabernes livscyklus end private equity fondene, og finansielle rådgivere vejleder et større udsnit af selskaber. På baggrund af dette, mener vi, at venture kapitalfondene bør tillægge de strategiske analyser et øget fokus, da en investering i selskaber, der befinder sig i en tidligere fase i livscyklusmodellen, har en større risiko tilknyttet selskabets information. Denne usikkerhed kan efter vores mening mindskes gennem et øget fokus på den strategiske analyse. Vi mener endvidere, at det for venture kapitalfondene kunne være interessant, at kigge på eventuelle realoptioner, da selskaberne oplever en større udvikling end selskaber, der befinder sig senere i livscyklussen i det tidsrum, venture kapitalfondene har investeret i selskaberne. En tilføjelse til de kvalitative analytiske faktorer kunne være en analyse af ledelsens track-record, som kan være med til at belyse, hvorvidt selskabets ledelse tidligere har performet.

En mulig tilføjelse til vores best-practice model i relation til private equity kunne være at inddrage LBO-modellen. Denne model kunne være fordelagtig at supplere med, da private equity ofte benytter sig af en stor gældsandel i forbindelse med deres køb af selskaber. Ydermere har flere af respondenterne givet udtryk for, at de benytter sig af denne model. Som en udskiftning til DCF-modellen kunne man benytte sig af APV-modellen (Plenborg, Petersen, & Kinserdal, 2017), da den laver en adskillelse mellem ”All-equity” cash flow

og skatteskjoldet af renteudgifterne. Dette er med til at skabe en transparens i cash flowene hos private equity fondene, som ikke vil være til stede ved anvendelse af DCF-modellen.

Tager vi et kig på de finansielle rådgivere, er det interessant, at denne respondentgruppe arbejder med selskaber, der er placeret på forskellige stadier i livscyklusmodellen i forhold til venture kapitalfondene og private equity fondene. Vi mener derfor, at det kunne være relevant inddrage livscyklusmodellen som supplement til det opstillede best-practice framework. I og med at det ikke altid er givet for finansielle rådgivere, hvilket stadie i livscyklusmodellen selskabet befinder sig i, vil livscyklusmodellen være behjælpelig til frembringelse af viden om selskabets forhold og udvikling, hvilket har relevans i forbindelse med den videre værdiansættelse. En tilføjelse til de kvalitative analytiske faktorer kunne ligeledes være en analyse af ledelsens track-record, som kan være med til at belyse, hvorvidt selskabets ledelse tidligere har performet.

Kapitel V – Diskussion, konklusion og perspektivering

5.1 Diskussion

Sample Size

I vores empiriske undersøgelse har vi været ude at interviewe 28 forskellige respondenter inden for private equity fonde, venture kapitalfonde og finansielle rådgivere. I denne henseende er det relevant at snakke om kvaliteten af resultaterne fra vores empiriske undersøgelse. Det skal pointeres, at det er vigtigt at forholde sig kritisk til vores resultater og at vurdere, om vores resultater giver mening. Dette skal gøres, da vi anerkender, at vores empiriske undersøgelse er foretaget på baggrund af 28 interviews med spørgeskema, hvilket ud fra en statistisk betragtning er en relativt lille population at danne viden ud fra. Til at forebygge denne problematik har vi anvendt statistiske tests, som er lavet til at håndtere små populationer (Siegel, 1956). Derfor mener vi, det er muligt at komme frem til brugbare konklusioner. Vi anerkender selvfølgelig, at hvis flere respondenter var blevet inkluderet, så kunne det selvfølgelig have ledt til stærkere konklusioner. En større population kunne gøre, at vi kunne anlægge vores resultater og konklusioner mere på vores t-test (Siegel, 1956).

Interview

Som det fremgår af tabel 1, har vi 5 respondenter, som kun har besvaret vores spørgeskema, hvorfor vi ikke havde muligheden for at få de underliggende begrundelser. Vi anerkender selvfølgelig, at det har den påvirkning, at vores indsamling af vores primære data ikke er fuldt ud konsistent metodemæssigt. De 5 respondenters spørgeskema er dog anvendt på lige fod med de øvrige spørgeskemaer i vores empiriske undersøgelse. Selvom vi ikke har fået de underliggende begrundelser, har de 5 respondenter alligevel haft muligheden for at knytte en kommentar i kommentarfeltet, hvis respondenten havde nogle tilføjelser eller lign.. På denne måde har vi forsøgt at minimere den ”tavse viden” (Bryman & Bell, 2011), som vil forekomme ved de 5 respondenter. Ydermere udgør de kun en brøkdel af vores population, hvorfor vi vurderer, at de ikke er med til at skabe væsentlig støj og derved påvirke vores konklusioner i en negativ retning. Vi kunne selvfølgelig have undladt de 5 spørgeskemaer i vores datasæt for at opnå konsistens fuldt ud, men vi vurderer, at det vil være mere fordelagtigt at inkludere dem end at ekskludere dem.

Finansielle rådgivere

Vi har spurgt os selv om, hvorvidt vores respondentgruppe finansielle rådgivere vil skabe bias i vores empiriske undersøgelse? Vi har diskuteret, hvilken implikation dette vil have på undersøgelsen. I den ideelle verden vil det selvfølgelig være bedst, hvis vi havde lige mange respondenter i hver respondentgruppe, men det er nu ikke tilfældet. Vi medgiver, at finansielle rådgivere er en lidt overrepræsenteret gruppe i vores empiriske undersøgelse, hvilket vi nødvendigvis ikke ser som en svaghed ved specialets konklusioner.

Repræsentative resultater i et internationalt perspektiv

I vores afgrænsning har vi afgrænset os til kun at beskæftige os med praktikere, som er repræsenteret i Danmark. I den forlængelse vil det være naturligt at diskutere, hvorvidt vores resultater er repræsentative i en international kontekst, det mener vi dog generelt, at hovedparten af vores resultater er. Dette begrundes med, at der er lavet en undersøgelse i Storbritannien, hvor 98 investeringsanalytikere er adspurgt rundt omkring i Storbritannien i forhold til deres holdning til valg af værdiansættelsesmodeller og analytiske faktorer i forhold til vækstselskaber (Iman, Barker, & Clubb, 2008), hvori de er kommet frem til mange af de samme resultater som i vores empiriske undersøgelse. Eksempelvis tilkendegiver mange af respondenterne, at der er en stor vigtighed i at anvende DCF-modellen og multipler i værdiansættelse af vækstselskaber (Iman, Barker, & Clubb, 2008). En anden undersøgelse kommer også frem til de samme resultater, men denne gang er undersøgelsen lavet på baggrund af 365 finansielle praktikere fra forskellige europæiske lande, som enten har en CFA-uddannelse eller tilsvarende (Bancel & Mittoo, 2014).

Sluttelig kan man sige, at mange af praktikerne har været igennem den samme teori omkring værdiansættelse, hvilket må formodes at skabe en konsensus på internationalt plan i forhold til, hvordan man skal værdiansætte selskaber.

De empiriske resultater, mener vi, danner en stor grad af konsensus på et internationalt plan. Vi må dog anerkende, at der kan dannes en mindre grad af konsensus på det internationale plan, når vi snakker om vores best-practice framework, da det er opbygget på baggrund af en syntese af vores teoretiske og empiriske undersøgelse. Derfor vil vi ikke have mulighed for at undgå en grad af subjektivitet i udformningen af vores framework. Derfor mener vi, det vil være sværere at generalisere vores framework.

Overordnet vil vi argumentere for, at vi kan generalisere vores empiriske undersøgelse, men at vores framework har en mindre grad af generaliserbarhed på grund af påvirkningen af vores subjektive syntese mellem den empiriske undersøgelse og teoretiske gennemgang.

Definition på vækstselskab

I forbindelse med at værdiansætte et vækstselskab er det vigtigt at fastlægge definitionen på et sådant selskab. I vores opgave har vi valgt at definere et vækstselskab ud fra fire karakteristika beskrevet af Aswalt Damodaran, som omfatter dynamiske regnskabstal, manglende sammenhæng mellem bogført værdi og markedsværdi, brug af gæld og kort og skiftende markedshistorik (Damodaran, 2010). Det kan dog være svært at definere karakteristikaene for et vækstselskab præcist, da dette kan variere fra person til person og fra selskab til selskab. Her er det specielt selskabets størrelse og stadie i livscyklussen, der kan være varierende, når definitionen på et vækstselskab skal fastlægges. Det kan dermed være svært at opnå en helt præcis definition

på, hvilke karakteristika der kendetegner et vækstselskab. At der ikke er en udbredt definition på et vækstselskab kan have den implikation, at der i vores interviewsituation kan opstå en situation, hvor praktikeren har en anden opfattelse af, hvad et vækstselskab er, og derved svarer på spørgeskemaet ud fra den definition. Dette har vi undgået ved, at vi før vores interviews har sendt vores definition til praktikerne, så de havde mulighed for at forholde sig til denne. Hvis de ikke kunne relatere sig til definitionen, aflyste vi det mulige interview, da det ikke ville have givet mening at foretage det. På denne måde forsøgte vi at forbygge den bias, som kunne opstå.

Forskel på teorien og praksis

Kigger vi isoleret set på de 4 forskellige værdiansættelsesmodeller, som vi har beskæftiget os med i vores speciale, er det multipler, som er mest vigtige – efterfulgt af DCF-modellen og EVA-modellen som den tredje vigtigste. Plenborg (2000) m.fl. argumenterer for, at kapitalværdibaserede modeller (DCF og EVA-modellen) er de mest retvisende modeller, og det er dem teoretikerne anbefaler, at man bruger, da de er teoretisk konsistente. Med baggrund i dette vil det være relevant at diskutere, hvorfor der er denne forskel mellem teori og praksis. Teorien siger et, mens praksis siger noget andet. En grund til denne forskel er efter vores overbevisning, at multipler foretrækkes, da fordelen ved kapitalværdibaseret modeller svækkes i takt med, at usikkerheden omkring de fremtidige cash flow stiger. Som det også kommer til udtryk i vores empiriske undersøgelse jf. tabel 5, bør man bruge de kapitalværdibaserede modeller senere i vækstfasen, når growth equity fonde kommer på banen, da modellen vil give et mere korrekt værdestimat.

Man kunne også forklare forskellen som et udtryk for, at der er flere aktører, som investerer i de tidlige stadier. Denne stigning i eftergørelsen efter gode investeringer gør, at investor og rådgivere skal agere hurtigere end førhen og derfor ofte gør brug af multipler – "quick-and-dirty-metoden" (Mörch & Wassermann, 2001). Dette bakkes også op omkring, at vi ser et venture marked, hvor der bliver investeret mere og mere (Invest Europe;, 2018). Det er også interessant at diskutere, hvorfor EVA-modellen ikke er vigtigere, end den er, selvom det er den teoretisk mest korrekte model (Plenborg, 2000). Dette afspejles nok i, at modellen er begrænset i forhold til dens informationsgrundlag, som er karakteriseret for de tidlige faser. Ydermere er kvaliteten af den tilgængelige data dårlig.

5.2 Konklusion

Dette speciale er udarbejdet med baggrund i vores interesse for dette problemfelt. Interessen for dette område er udsprunget af den mediebevågenhed, den alternative markedsplads First North har fået de seneste år. De seneste par år har der været en bølge af selskaber, som er blevet børsnoteret på First North. Værdiansættelserne af disse er blevet kritiseret af flere aktanter på markedet, som ikke mente, at værdien på selskaberne var rigtige. Interessen for dette problemfelt skal ligeledes findes i, at der er en stor sandsynlighed for, at vækstselskaberne på dette marked vil falde i værdi, efter at de er kommet på First North (Christiansen,

2018). Specialets formål har også været at komme med brugbar viden, som kan være med til at mindske usikkerheden omkring værdiansættelse af vækstselskaber. Derfor er vi kommet frem til følgende problemformulering:

"Hvorledes kan et best-practice framework til værdiansættelse af vækstselskaber konstrueres?"

For at undersøge ovennævnte problemstilling vil det være væsentlig at afklare faktorerne, der anvendes i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. For at belyse forholdene omkring værdiansættelse af vækstselskaber vil det være relevant at undersøge den nuværende akademiske litteratur, om den kan være behjælpelig med løsningsforslag. Samtidigt vil det også være interessant at få praktikernes tilgang til emnet, hvorfor vi vil undersøge, hvordan venture kapitalfonde, finansielle rådgivere og private equity fonde rent praktisk foretager værdiansættelser af vækstselskaber.

I undersøgelsen er fire værdiansættelsesmodeller blevet inddraget. Vi har analyseret modellernes struktur og inputbehov. Med den viden, vi har opbygget igennem vores teoretiske gennemgang, har vi udarbejdet en empirisk undersøgelse, hvor vi har interviewet 28 respondenter, som arbejder inden for venture kapitalfonde, private equity fonde og finansielle rådgivere. Vi har adspurgt omkring deres holdninger til værdiansættelsesmodeller, samt hvordan de anvender disse, og hvordan de genererer inputfaktorer til disse værdiansættelsesmodeller i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber.

I udarbejdelsen af vores teoretiske gennemgang af værdiansættelsesmodellerne samt empiriske undersøgelse, har vi forsøgt at belyse, hvilke fordele og ulemper der ligger i de enkelte modeller. Fordelene ved at anvende eksempelvis en DCF-model ligger i, at modellen blandt andet er uafhængig af anvendt regnskabspraksis samt tager højde for tidsværdien af penge. Kigger vi omvendt på nogle af de ulemper, der findes ved anvendelse af denne model, kan faktorer som terminalperiodens store indflydelse og afhængigheden af kvaliteten i inputfaktorerne nævnes. Nogle af de fordele, der ligger i anvendelsen af EVA-modellen, er, at modellen er ufølsom over for valg af indregningsmetoder og regnskabsprincipper. Modellen viser også eksplicit, hvorvidt der skabes eller destrueres værdi. Da EVA-modellen og DCF-modellen er ækvivalente deler de nogle af de samme svagheder. Her kan blandt andet nævnes usikkerheden omkring kvaliteten af inputfaktorerne. Fordelene ved at anvende multipelbaserede værdiansættelsesmodeller er, at modellerne er ganske simple med færre antagelser end de øvrige modeller. Endvidere inkorporerer de også viden fra aktiemarkedet. Ulemperne ved multipelmetoden er, at det kan være svært at identificere reelle sammenlignelige selskaber, hvilket specielt er gældende for vækstselskaber. Multipelmetoden er også meget følsom over for anvendt regnskabspraksis. Realoptionsteorien har den fordel, at teorien opfanger værdien af de fremtidige muligheder, der ligger i selskabet. Denne værdi bliver herefter tilføjet til selskabets værdiestimat. Ulemperne ved teorien er, at

det kan være svært estimere inputfaktorerne i modellen. Endvidere kan ledelsen også have svært ved at identificere realoptionerne i selskabets omverden.

Værdiansættelsesmodellerne er afhængige af forskellige inputfaktorer, som skal bidrage til at give et korrekt værdiestimat. Da DCF-modellen og EVA-modellen er ækvivalente, går mange af de samme inputfaktorer igen i begge modeller. Modellerne tager begge udgangspunkt i et analytisk budget, og værdien tilbagediskonteres med de vægtede kapitalomkostninger. Multiplerne bliver beregnet på baggrund af forskellige nøgletal afhængigt af, hvilken multipel der benyttes. Inputfaktorerne bliver estimeret ved at finde en sammenlignelig 'peer-group', som deler de samme karakteristika. Endvidere skal der anvendes enten budgetterede eller historiske nøgletal. Inputfaktorerne, som anvendes til værdiansættelse af realoptioner, kan tage afsæt i eksempelvis Black-Scholes-modellen. Black-Scholes-modellen beregnes med inputfaktorer som værdien på det underliggende aktiv, den risikofri rente, tidshorisonten og variansen.

De strategiske analysemodeller og tankegangen bag dem kan bidrage til en bedre forståelse af selskabet og dets omverden, hvilket vil være med til at mindske usikkerheden omkring de estimerede inputfaktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne. En analyse af selskabets omverden ved hjælp af PEST(EL)-modellen kan bidrage til en analyse af de sociokulturelle og økonomiske faktorer i selskabets omverden. Dette er begge faktorer, som kan have en indflydelse på selskabets omsætning som inputfaktor i flere af vores udvalgte værdiansættelsesmodeller. Kigger vi i stedet på Porter's Five Forces er den med til at belyse konkurrenceintensiteten på markedet, hvilket kan have indflydelse på selskabets marginer og omsætning. Modellen kan derved have indflydelse på flere inputfaktorer og estimater. Analysemodeller, som er med til at analysere selskabet interne processer, som eksempelvis værdikædeanalysen og BCG-matricen, kan generere inputfaktorer til bl.a. de traditionelle værdiansættelsesmodeller som DCF og multipler, men også til generering af inputfaktorer, som medgår i realoptionsteorien. SWOT-modellen er et opsamlende redskab, som klarlægger de styrker og svagheder, som de tidligere analysemodeller belyser. Endvidere klarlægger modellen også de muligheder og trusler, som er identificeret ved udarbejdelsen af de andre strategiske analysemodeller.

Vores empiriske analyse viser, at 57% af respondenterne har angivet, at værdiansættelsesmodellerne er mest værditilførende i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Det fremgår i vores empiriske undersøgelse, at det er multipler generelt, som vurderes at være de vigtigste, og ligeså disse, som anvendes hyppigst. Hvis vi mere specifikt kigger på de enkelte modeller, så viser undersøgelsen, at DCF-modellen er den højest ratede målt på vigtighed, mens EV/EBITDA er den model, der er ratet højest målt på hyppighed. Multipler, som anvender nøgletal, der ligger tæt på toplinjen, er de hyppigst anvendte multipler. Vores empiriske undersøgelse viser endvidere, at venture kapitalfondenes svar omkring multipelmetoden er signifikant forskellig fra de to andre respondentgrupper. EVA-modellen er den model, der har opnået den tredjehøjeste ra-

ting blandt værdiansættelsesmodellerne, hvilket betyder, at realoptionsteorien er den værdiansættelsesmodel, der er ratet lavest. På trods af, at realoptionsteorien har opnået den laveste rating blandt respondenterne, så har flere tilkendegivet, at de synes godt om tankegangen bag. Praktikerne anvender sjældent kun én værdiansættelsesmodel i forbindelse med værdiansættelsesprocessen, men anvender i stedet ofte flere modeller, som skal afdække usikkerheden omkring værdiestimatet.

Til estimering af de underliggende faktorer i DCF-modellen angiver 100% af vores respondenter, at de budgetterer de underliggende faktorer til det frie cash flow. Praktikerne har i vores empiriske undersøgelse angivet de strategiske analyser som værende den informationskilde, der bidrager med den største værditilførelse. Herefter følger benchmark-selskaber som specielt benyttes til estimering af WACC, og historiske regnskaber som værende de mindst værditilførende. Kigger vi efterfølgende på estimeringen af de underliggende faktorer i EVA-modellen, viser vores empiriske undersøgelse, at respondenterne her finder benchmark-selskaberne som informationskilde mest værditilførende. For multiplernes vedkommende er det ligeledes som for EVA-modellen benchmark-selskaberne, praktikerne har angivet som værende den mest værdifulde informationskilde. Da kun 18% af vores respondenter har angivet, at de benytter sig af realoptionsteorien i forbindelse med værdiansættelses af vækstselskaber. I henhold til strategiske analysemodeller er det ikke muligt at komme med en fyldestgørende konklusion i forhold til, hvad der bidrager mest til at identificere realoptioner.

Undersøgelsen viser endvidere, at 61% af vores respondenter har angivet, at de kvantitative faktorer er vigtigere end de kvalitative faktorer i forbindelse med en værdiansættelse af et vækstselskab. Dette skyldes, at de kvalitative faktorer er sværere at analysere og kvantificere. Endvidere nævner adskillelige respondenter, at man med kvantitative faktorer har mulighed for at afdække meget af det strategiske via kvantitative analyser. På respondentniveau kan det ses, at private equity fonde og venture kapitalfonde tillægger de kvalitative faktorer højere værdi, end tilfældet er for finansielle rådgivere. Det er dog ikke ud fra en statistisk betragtning muligt at fastslå dette.

I forbindelse med værdiansættelse af et vækstselskab har vores respondenter angivet en række forskellige kvalitative analytiske faktorer, som bidrager til værdiansættelsesprocessen. Undersøgelsen viser, at vores respondenter har angivet faktorer som selskabets forretningsplan, budgetter, organisationens know-how og dialog med ledelsen som værende de mest betydningsfulde. Respondenterne har også givet faktoren ”gut-feeling” en høj rating, men denne beskriver flere af respondenterne som ikke havende en alt for stor indflydelse på værdiestimatet. Vores empiriske undersøgelse viser, at der forekommer gruppedannelse imellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde samt private equity fonde og venture kapitalfonde på den analytiske faktor i forhold til brancherapporter_H. Der er ligeledes gruppedannelse imellem finansielle rådgivere og

private equity fonde på den kvalitative faktor i forbindelse med ledelsens track-record_V. Sluttelig er der også gruppedannelse på sammenlignelige virksomheder_H imellem finansielle rådgivere og venture kapitalfonde samt venture kapitalfonde og private equity fonde.

I den strategiske analyseproces, som finder sted i forbindelse med en værdiansættelse, har størstedelen af vores respondenter tilkendegivet, at analyserne ikke bliver formaliseret i de respektive modelrammer, men blot foretages ud fra den bagvedliggende tankegang. Blandt de undersøgte strategiske modeller angiver praktikerne PEST(EL), Porter's Five Forces, værdikædeanalysen, livscyklusmodellen og SWOT-analysen som værende de mest værditilførende analysemodeller.

Ud fra vores teoretiske gennemgang samt empiriske undersøgelse har vi holdt de to kapitler op i mod hinanden. På baggrund af denne diskussion har vi konstrueret et best-practice framework til værdiansættelse af vækstselskaber. Vores best-practice framework tager udgangspunkt i fire opstillede kriterier, som skal danne rammen for en retvisende værdiansættelse. De fire kriterier er: modellens præcision, anvendelse af tilgængelig data, kommunikationsredskab og indarbejdelse af den generelle usikkerhed.

I vores guidelines vil vi råde aktøren til, at hun/han skal tage udgangspunkt i strategiske analysemodeller, så som PEST(EL), Porter's five forces, værdikædeanalyse og SWOT. Parallelt til de strategiske analysemodeller skal aktøren analysere forretningsplanen samt have en konstruktiv dialog med ledelsen med det henblik at få et indblik i selskabets interne processer Et stort fokus skal der ligeledes være på at analysere kvaliteten af selskabets ledelse og organisations know-how. Med viden fra ovenstående faktorer, strategiske analysemodeller samt med afsæt i vækstselskabets budget vil aktøren have mulighed for at konstruere et analytisk budget, som skal benyttes i en værdiansættelsesmodel. Til at estimere WACC'en råder vi til, at benchmarkselskaber anvendes som informationskilde. Vi vil anbefale en strategisk analyse som den primære informationskilde, da denne vil bidrage til en større sikkerhed på prissætningen samt inputfaktorerne i modellerne.

Med et opstillet analytisk budget råder vi til, at aktøren værdisætter et vækstselskab med anvendelse af en DCF-model. Som tilføjelse vil vi råde til, at aktøren også inkluderer en værdiansættelse med hjælp fra multipler, da multipelbaseret værdiansættelse vil være et godt redskab til at gøre DCF-modellen mere præcis. Derfor skal multipelbaseret værdiansættelse også anvendes til at stressteste selskabets cash flow-forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance, dets konkurrenter og facilitere konstruktive diskussioner af, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er (Goedhart, Koller, & Wessels , 2005). Hvis forudsætningerne, antagelserne og ressourcerne gør det muligt, vil det være en styrke at inkorporerer realoptionstilgangen til værdiansættelse af vækstselskaber. Det vil være en styrke at

inkorporerer realoptioner, da de kan være med til at synliggøre den fleksibilitet og de muligheder der ligger i det givne selskab.

Sluttelig råder vi til, at der tilføjes en scenarioanalyse, hvor selskabet bliver værdisat ved hjælp af DCF-modellen ud fra forskellige scenarier med det formål at tage højde for de forskellige usikkerhedselementer, som er karakteriseret for vækstselskaber. Ved at bruge forskellige scenarier vil værdien af selskabet spredes ud over et interval. Ved at tildele de forskellige scenarier en sandsynlighedsvægtning vil det endelige værdiestimat af selskabet fremkomme. Denne tilgang vil alt andet lige bidrage med øget komfort omkring det endelige værdiestimat. Ligeledes vil det bidrage med en eksplicitering af de usikkerhedsforhold, der er ved vækstselskaber, sammenlignet med, hvis estimatet indgik ved et base scenario.

Vores best-practice framework er udarbejdet på baggrund af de forhold, som vi anser som værende de mest værdigivende i relation til vores krav. Hvis praktikere anvender vores framework, er vi overbeviste om, at det vil hjælpe med at reducere usikkerheden omkring det endelige værdiestimat, når man værdisætter vækstselskaber. Det skyldes, at DCF-modellen vil give et præcist værdiestimat, og hvis denne suppleres med en multipelværdiansættelse, som vil bidrage med at kontrollere værdiestimatet samt bidrage med muligheden for at stressteste selskabets cash flow-forecast, forstå mismatch mellem selskabets performance og dets konkurrenter og facilitere konstruktive diskussioner af, hvorvidt selskabet er strategisk positioneret til at skabe mere værdi, end selskabets konkurrenter er. Ydermere vil de underliggende analyser bidrage med visuel fremvisning af de forudsætninger og usikkerhedsforhold, hvilket vil bidrage med øget sikkerhed i inputfaktorerne til det analytiske budget.

5.3 Perspektivering

I vores speciale har vi haft stor fokus på at udforme et framework, som kunne være med til at reducere usikkerheden omkring inputfaktorerne i forbindelse med værdiansættelse af vækstselskaber. Derfor kunne det være interessant at undersøge, om vores framework egentligt vil have et positivt bidrag til at mindske risikoen på værdiansættelserne vedrørende vækstselskaber. Metodemæssigt kunne dette forløbe sig på følgende måde. En måden, hvorpå dette kunne undersøges er ved at lave et case-study. Ved at hjælp af et case-study vil man have muligheden for at generere viden omkring, hvorvidt vores framework har bidraget til en formindskelse af usikkerheden vedrørende vækstselskabets værdiestimat. Ifølge Bent Flyvbjerg (2010), er det casen, som er bestemmende for, hvad man kan sige. Derfor skulle vi være påpasselige i forhold til, hvilken case vi ville tage. Bent Flybjerg (2010) nævner fire forskellige case-typer, man kan vælge imellem afhængig af den viden, man vil opbygge. I vores tilfælde vil det være fordelagtigt at anvende en kritisk case, da den både kan være med til at verificere og falsificere hypoteser omkring, hvorvidt vores framework vil være med til at mindske usikkerheden (Flyvbjerg, 2010).

I tillæg til ovenstående kunne det også være interessant at afprøve brugbarheden af vores framework på "ny-økonomi" selskaber som IT- og internetselskaber, hvor budgettering er meget vanskeligt, og samtidigt vil der herske stor usikkerhed omkring valg af sammenlignelige selskaber (Plenborg, 2000). Ofte er der få eller slet ingen sammenlignelige selskaber, og selvom der slækkes på kravene til sammenlignelighed, vil der ofte være stor variation i multiplerne (Plenborg, 2000).

Et andet forskningsemne, som kunne være interessant at undersøge, vil være at lave den samme undersøgelse om 10-15 år igen. Et spændende element er om der forekommer en udvikling vedrørende værdiansættelse af vækstselskaber, eller om det vil være det samme om 15 år. Et yderligere element vil være at se på, hvorvidt EVA-modellen vil stige i popularitet i fremtiden, selvom Plenborg (2000) for næsten 20 år siden argumenterede for, at EVA-modellen var den mest retvisende værdiansættelsesmodel. Vores empiriske undersøgelse m.fl. har i hvert fald ikke kunne påvise en udvikling, siden Plenborg (2000) skrev sin artikel. Endvidere vil det også være interessant at afdække, om realoptioner som teoretisk redskab også vil blive anvendt hyppigere i praksis.

I vores speciale har vi haft stor fokus på værdiansættelsen af vækstselskaber, og hvordan man kan minimere usikkerheden ved inputfaktorerne. Et alternativt fokuspunkt i et speciale kunne være på de juridiske forhold, og hvordan de kan bidrage med mindskelse af usikkerheden ved værdiansættelse eller sagt på en anden måde flytte usikkerheden fra køber til sælgeren i henhold til køb og salg af selskaber. Erik Werlauff (2016) nævner fire forskellige metoder, hvorpå køberens risikodækning ved køb og salg af virksomheder kan afdækkes. Disse metoder er "1) forudgående undersøgelse (Due diligence), 2) forskellige former for garanti-er/indeståelser 3) fra sælger, at gøre den endelige købesum afhængig af objektive forhold, nemlig a) af en bestemt indtjening i en efterfølgende periode (earn-out) eller b) af visse regnskabstal pr. overtagelsesdagen og 4) garantiforsikring, tegnet af sælgeren eller køberen" (Werlauff, 2016, s. 9-10). Ud fra disse fire former for risikodækning kunne man lave en komparativ analyse i forhold til, hvad de forskellige former kan bidrage med for at minimere usikkerheden ved vækstselskaber.

I forbindelse med det færdige framework kunne det være spændende at vende tilbage til vores respondenter for at høre dem omkring deres mening og holdning til det framework, vi nået frem til. Mener de ligeledes, at vores framework kan være behjælpelig i forbindelse med at reducere usikkerheden og dermed sikre en større sikkerhed omkring værdiestimatet. Det kunne ligeledes være interessant at høre, hvilke elementer i vores best-practice framework, praktikerne er enige om skal indgå i forbindelse med værdiansættelse af vækstsel-skaber. Endvidere vil det også være interessant at høre, hvilke elementer, praktikerne ikke ser som værende relevante i denne proces. Ligeledes kunne det være interessant at høre, hvorvidt de har nogle tilføjelser og inputs, der kunne være med til at styrke vores best-practice framework.

Som en supplerende tilgang til vores empiriske undersøgelse, mener vi, at det kunne være interessant at følge en erfaren praktikers tilgang i forbindelse med værdiansættelse af et vækstselskab. Dette vil give os indsigt i og yderligere information, omkring hvilke faktorer praktikeren lægger vægt på i en reel værdiansættelsesproces. Vi vil endvidere have mulighed for, at se på, hvordan de kvalitative faktorer og informationen fra de strategiske analysemodeller bliver kvantificeret i praksis, og hvordan praktikeren håndterer risikoen, der er tillagt en værdiansættelse af et vækstselskab.

I data fra vores empiriske undersøgelse ses det blandt svarene at der forekommer få outliers i forhold til anvendelsen af værdiansættelsesmodeller, kvalitative analytiske faktorer og strategiske analysemodeller. Kigger vi først på outliers i forhold til besvarelsen omkring anvendelse af værdiansættelsesmodeller, kan vi se, at størstedelen af respondenterne har ratet modellerne omkring middel. Der er dog fire respondenter, der har en lavere rating, hvoraf tre af dem er venture kapitalfonde, og en er private equity. Ved anvendelse af kvalitative faktorer har stort set alle respondenter ratet faktorerne til en middelværdi over 3. Der er dog et venture kapitalfond, der har ratet faktorerne under middel. I forbindelse med respondenternes anvendelse af strategiske analysemodeller ser vi en større spredning på gennemsnittet, end det ses i de to tidligere spørgsmål. Alle tre respondentgrupper er repræsenteret som outliers, da minimum en fra hver respondentgruppe har ratet de strategiske analysemodeller under middel.

Bibliografi

AFIC, BVCA, & EVCA. (2010). *International private equity and venture capital valuation guidelines"* .

Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The Gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European Experts. *Journal of applied corporate finance* , 106-117.

Borring , C. (2019). *First North - Indgang til generationsskifte, ekspansion eller exit og et alternativ til et salg*. Hentet fra Børsen Ledelsen: https://ledelse.borsen.dk/article/view/965/boersmaessige_forhold/artikel/first_north.html

Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Business Research Methods* (3 udg.). Oxford University Press.

Christiansen, S. L. (30. August 2018). *Inside Business*. Hentet fra Inside Business : https://ib.dk/investorer-braender-sig-paa-koebenhavns-miniboers/

Damodaran, A. (2002). *Discounted Cashflow Valuation.* .: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Second Edition.* .: Wiley.

Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation: valuing young, distressed, and complex business.* Stern: Pearson Education.

Deutsch, A. L. (14. Februar 2019). *The 5 Industries Driving the U.S Economy* . Hentet fra Investopedia: https://www.investopedia.com/articles/investing/042915/5-industries-driving-us-economy.asp

Dzyuma, U. (2012). Real options compared to traditional comapany valuation methods: Possibilities and constraints in their use. *Financial Internet Quarterly* , 51-67.

Edberg, M., & Svendsen, K. (2008). *Værdiansættelse af virksomheder med kort track-record – en empirisk undersøgelse af praksis hos danske venturekapitalfonde, private equity og corporate finance samt opstilling af en best-practice model.* Institut for finansiering . CBS.

Euroinvestor. (21. November 2018). *Euroinvesto*. Hentet fra Scape Technologies A/S' udbud af nye aktier succesfuldt afsluttet.: https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2018/11/21/scape-technologies-a-s-udbud-af-nye-aktier-succesfuldt-afsluttet/13933310

Euroinvestor. (5. April 2018). *Happy Helper offentliggør prospekt for børsintroduktion i København*. Hentet fra Euroinvestor: https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2018/04/05/happy-helper-offentliggoer-prospekt-for-boersintroduktion-i-koebenhavn/13797102

Flyvbjerg, B. (2010). Fem misforståelser om casestudiet. I S. Brinkmann, & L. Tanggaard, *Kvalitative metoder* (s. 463–487). København: Hans Reitzels Forlag.

Goedhart, M., Koller, T., & Wessels , D. (2005). The right role for multiples in valuation. *Mckinsey in finance* .

Gruelund, J., & Plenborg, T. (2002). *DCF-modellen (gennemgang af hovedelementer).* Viborg: Nørhaven Book.

Herbst, A. F. (2002). *Capital Asset Investment; Strategy, Tactics & Tools.* Chichester : John Wiley & Sons Ltd. .

Hougaard, S. (16. November 2008). Synspunkt: Startproblemer: Iværksætterkapital fra folket. *Berlingske Tidende, Business* .

Iman, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The use of valuation model by UK investment analyst. *European accounting review* , 503-535.

Invest Europe;. (2018). *European private equity activity.* Invest Europe.

Investopedia. (13. Februar 2019). *Porter Diamond*. Hentede 5. April 2019 fra Investopedia: https://www.investopedia.com/terms/p/porter-diamond.asp

Johnsen, J. (3. september 2008). Straight downhill: First North-aktier styrtdykker. *Berlingske Tidende, Business* .

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring Corporate Strategy* . Harlow: Pearson Education Limited .

Justesen, J., & Mik-Meyer, N. (2010). *Kvalitative metoder i organisations- og ledelsesstudier (.* København: Hans Reitzels Forlag.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc .

Kvale, S. (1997). *Interview* (1 udg.). Hans Reitzels Forlag.

Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). *Interview: Det kvalitative forskningsinterview som håndværk.* København: Hans Reitzels.

marketbusinessnews. (2019). *Marketbusinessnews*. Hentet fra Marketbusinessnews: https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/venture-capital/

Mörch, E., & Wassermann, N. (2001). *Investering i og værdiansættelse af nyopstartede virksomheder - En empirisk undersøgelse af investeringsgrundlaget blandt danske ventureselskaber, CF og investeringsbanker ved investering i ny økonomi virksomheder.* Institut for finansiering. CBS.

Møller, R. (1. 05 2005). Værdiansættelse - problemer ved bestemmelse af terminalværdien. *Finans/Invest* , s. 21.

Miles, M., Hubermann, A. M., & Saldana, J. (2013). *Qualitative data analysis.* Arizona, USA: Sage.

Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2014). *Startup valuation by venture capitalists: an empirical Study.* Department of Finance.

Myers, S. (1984). *Finance theory and financial strategy.* MIT.
O. Elling , J., Krogholt Hansen, C., & Sørensen, O. (1998). *Strategisk Regnskabsanalyse.* .: Forlaget FSR.

Overø , J., & Gabrielsen, G. (2004). *Teoretisk statistik* (3 udg.). Rylers.

PE 1. (2018). *BWB Partners*. Hentet fra BWB Partners: https://www.bwbp.dk/

PE 10 . (u.d.). *Axcel.dk*. Hentet fra http://www.axcel.dk/om-axcel/kort-om-axcel/

PE 11. (2018). *eqtpartners.com*. Hentet fra http://www.eqtpartners.com/Investment-Strategies/private-capital/Equity/

PE 12. (2018). *http://www.cvc.com*. Hentet fra http://www.cvc.com

PE 13. (2018). *FSN Capital*. Hentet fra FSN Capital: https://fsncapital.com

PE 14. (2018). Hentet fra http://www.ikinvest.com

PE 15. (2018). *Maj Invest*. Hentet fra Maj Invest: https://majinvest.com/private-equity/fonde/maj-invest-equity-5-ks/

PE 2. (2018). *Waterland Private Equity Investment*. Hentet fra Waterland Private Equity Investment: https://waterland.be/our-investment-strategy/

PE 3. (2018). *Capidea.dk*. Hentet fra http://www.capidea.dk

PE 4. (2018). *viaequity.com*. Hentet fra http://viaequity.com/about-us/

PE 5. (2018). *grocapital.dk*. Hentet fra http://www.grocapital.dk

PE 6. (2018). *Blue.dk*. Hentet fra http://www.blue.dk/da/om-blue-equity/

PE 7. (2018). *CataCap*. Hentet fra CataCap: http://catacap.dk/her-investerer-vi/

PE 8. (2018). *Adelis Equity Partners*. Hentet fra Adelisequity.com:

http://adelisequity.com/investeringer/investeringsfokus/
PE 9. (2018). *Altor Equity Partners A/S*. Hentet fra https://altor.com

Petersen, C., & Plenborg, T. (2005). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere* (1 udg.). .: Forlaget Thomson.

Petersen, C., Plenborg, T., & Schøler, F. (2006). Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? *Ledelse & Erhvervsøkonomi* (3).

Plenborg, T. (1. Januar 2000). Krav til en god værdiansættelsesmodel. *Residualindkomstmodellen eller den diskonterede cash flow model?** , s. 245.

Plenborg, T. (2000). Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model . *Ledelse & Erhvervsøkonomi* , 245-258.

Plenborg, T. (2000). Valg af idelle værdiansættlesemodel. *Børsens ledelseshåndbøger* .

Plenborg, T., Petersen, C., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis : valuation, credit analysis, performance evaluation.* Fagbokforlaget.

Power, D., & Hill, B. E. (2001). *Inside Secrets to Venture Capital.* John Wiley & Sons, Inc.

Rathore, A., & Kaasgaard, M. (2018). *Empirisk undersøgelse af værdiansættelse i praksis.* CBS.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students* (5 udg.). Pearson Education.

Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang* . København: Gjellerup.

Siegel, S. (1956). *Nonparametric Statistics for the behaviorial scieneces.* Mcgraw-Hill.

Stausholm, M. (10. April 2018). *Børsen*. Hentet fra Børsen: https://borsen.dk/opinion/blogs/view/17/5026/tech-virksomheder_der_ikke_har_noget_taj_pa.html

Steiger, F. (2008). The validity of company valuation using discounted cash flow methods. *Seminar Paper* .

Trigeorgis , L., & Mason, S. P. (1994). Valuing managerial flexibility. *Midland Corporate Finance Journal* .

Werlauff, E. (2016). *Selskabsret* (10 udg.). Karnov group.

workhorsegrowth. (2019). *workhorsegrowth*. Hentet fra workhorsegrowth: http://workhorsegrowth.com/perspective/growth-equity/

Yu, C. H., Behrens, J., & Spencer, A. (1997). *Identification of misconceptions in the central limit theirem and related concepts and evaluation of computer media as remedial tool.* Working paper.

Bilagsoversigt:

Bilag 1 - PE vurdering
Bilag 2 - Interviewguide
Bilag 3 - Spørgeskema
Bilag 4 - Respondentgruppen
Bilag 5 - Spørgeskema spørgsmål 1
Bilag 6 - Spørgeskema spørgsmål 2a, 3a, 4a
Bilag 7 - Spørgeskema spørgsmål 2B:
Bilag 8 - Spørgeskema spørgsmål 3B
Bilag 9 - Spørgeskema spørgsmål 4B
Bilag 10 - Spørgeskema spørgsmål 5
Bilag 11 - Spørgeskema spørgsmål 6
Bilag 12 - Spørgeskema spørgsmål 7
Bilag 13 - Spørgeskema spørgsmål 8
Bilag 14 - Spørgeskema spørgsmål 9 + 10
Bilag 15 - Interviews
Bilag 16 - Sammenlignelig mellem akademiske papirer
Bilag 17 - Kursudviklingen på First North
Bilag 18 - Respondentkarakteristika

Bilag 1 – PE vurdering:

Afgrænsning af PE Fonde

Vi har i forbindelse med udvælgelse af PE fonde til vores empiriske undersøgelse, valgt at afgrænse vores respondent gruppe. Afgrænsningen er foretaget ved hjælp af en analyse af virksomhedernes investeringsstrategi, hvor vores fokus ligger på virksomheder der investerer i vækstvirksomheder. PE fonde der primært investerer i mere modne virksomheder, vil dermed blive ekskluderet i vores empiriske undersøgelse, da virksomhederne ikke vil have den store relevans for vores undersøgelse. Endvidere ønsker vi ikke at spilde både vores og deres tid ved, at interviewe dem indenfor et område hvori de ikke beskæftiger sig.

PE 1:

PE's fonde investerer typisk i virksomheder med en omsætning på under DKK 500 mio. og et stærkt potentiale for vækst. Virksomhederne skal gerne have et klart differentieret produkt- eller serviceområde, som har en høj berettigelse blandt deres kunder. PE 1 understøtter også yngre ledelsesteams, der ser muligheder for at skabe yderligere vækst i deres virksomhed. (PE 1, 2018). Ud fra denne betragtning bliver de inkluderet i vores stikprøve.

PE 2:

PE 2 er et investeringsselskab med fokus på vækstinvesteringer – buy and build strategy.

PE 2 har en proaktiv tilgang og investerer i markeder, der vokser som følge af fire temaer: outsourcing & effektivitet, aldrende befolkning, bæredygtighed og fritid og luksus.

PE 2 fokuserer på fremragende ledelsesteam, en dokumenteret forretningsmodel og høj organisk vækst. Det er - mere end normalt - parat til at starte lille, hvis det ser et dybt buy-and-build potential i kombination med et talentfuldt team. Ud fra denne betragtning bliver kapitalfonden inkluderet i vores stikprøve (PE 2, 2018)

PE 3:

PE 3 foretager langsigtede investeringer i konkurrencedygtige mindre og mellemstore virksomheder. PE 3 investerer primært i majoritetsposter inden for industri, handel, distribution og service, men kan også investere i minoritetsposter. Udover at tilføre kapital lægger PE 3 vægt på at være aktive ejere, er indgår i tæt strategisk og operationel sparring med virksomhedens ledelse for at udvikle, ekspandere og gerne internationalisere de opkøbte selskaber. PE 3 vil typisk eje de opkøbte selskaber i en periode på 3-7 år (PE 3, 2018). Vi har valgt at PE 3 skal indgå i vores undersøgelse, ud fra ovenstående karakteristika af virksomhedens investeringsstrategi.

PE 4:

PE 4 investerer i virksomheder af alle størrelser, enten alene, primært i små og mellemstore virksomheder, eller med andre limited partners PFA og ATP (primært længere aftaler. Hver investering har forskellige karakteristika, hvor PE 4 typisk følger disse (PE 4, 2018):

- Stærk position med potentiale i markedet enten regionalt eller globalt.
- Potentiale for toplinje og indtjeningsvækst
- Markedssegment med attraktive karakteristika som f.eks. høj vækst, konsoliderings muligheder mm.

Da selskabet investerer i virksomheder af alle størrelser, har vi vurderet at vækstvirksomheder må indgå i deres portefølje. Derfor indgår virksomheden i vores population.

PE 5:

PE 5 søger at identificere iværksætter teams og forretninger, som de kan hjælpe med at udvikle og accelerer. PE 5's investeringsstrategi er fokuserede omkring virksomheder indenfor teknologisektoren, med præference for

B2B software virksomheder med en skalerbar virksomhedsmodel der har opnået profit og har en stærk vækstrate (PE 5, 2018). Ud fra ovenstående har vi valgt at PE 5 skal være en del af vores population.

PE 6:

PE 6 investerer i mindre og mellemstore exceptionelle virksomheder. Fokus er på virksomheder, der er rigtigt positioneret til at drage fordel af de globale mega-trends (PE 6, 2018). Da virksomheden i sin beskrivelse af investeringsstrategi ikke udelukker vækstvirksomheder i deres portefølje, har vi vurderet at selskabet skal indgå i vores empiriske analyse.

PE 7:

PE 7 investerer i mindre og mellemstore danske virksomheder. PE 7 investerer i virksomheder med en omsætning i intervallet DKK >50 – 1.200 mio. Mange mindre og mellemstore virksomheder SMV segmentet har i dag kun begrænset adgang til kapital til investering i vækst og øget produktivitet, og mange efterspørger sparring udefra. For PE 7 er SMV-segmentet særligt interessant, fordi mange af disse virksomheder rummer et uforløst potentiale. Samtidig er der blandt de mindre og mellemstore virksomheder generelt en stor interesse for at indgå partnerskaber, som kan booste deres udvikling og værdi (PE 7, 2018). Ud fra denne betragtning bliver kapitalfonde inkluderet i vores stikprøve

PE 8:

PE 8 investerer i mellemstore nordiske virksomheder, med stort potentiale for udvikling og værdiskabelse. Med dette menes, at virksomheden har aktiviteter i en branche, hvor der er vækstmuligheder, organisk eller gennem opkøb, eller værdi kan skabes gennem virksomhedsforbedringer eller strategiske ændringer. Virksomhederne omsætter typisk for mellem €25 millioner og €300 millioner (virksomhedsværdi op til €200 millioner) (PE 8, 2018). Vi har ud fra ovenstående karakteristik valgt at inkludere PE 8 i vores population.

PE 9:

PE 9 fokuserer på investeringer i mellemstore virksomheder. Siden 2003 har investeringsstrategien hos PE 9 været baseret på identificering og realisering af bæredygtige/stabile performance forbedringer indenfor områder som indtjeningsvækst, margin udvidelser og effektiv udnyttelse af kapital. PE 9 ønsker at investere i virksomheder hvor de kan se et potentiale for at virksomheden fordobler deres driftsoverskud indenfor en tidshorisont på 4-år (PE 9, 2018). Vi har valgt at inkludere PE 9 i vores undersøgelse, da vi mener at virksomheden opfylder vores krav om investeringer i vækstvirksomheder.

PE 10:

PE 10's investeringsfokus er på mellemstore virksomheder. PE 10 ønsker at investere i førende virksomheder i etablerede sektorer, der kan udvikle sig yderligere. PE 10 ser på følgende kriterier hos virksomheder (PE 10):

- En forankring i Norden
- Et betydeligt udviklingspotentiale, f.eks. ekspansion eller driftsmæssige forbedringer
- At virksomheden er en del af en etableret industri med en stærk markedsposition
- At virksomheden har en motiveret og kompetent ledelse
- At der er mulighed for at konsolidere den branche, virksomheden indgår i

Ud fra de ovenstående karakteristika har vi vurderet, at PE 10 typisk investerer i mere modne virksomheder og vil derfor ikke indgå i vores population.

PE 11:

PE 11 søger virksomheder der er karakteriseret ved (PE 11, 2018):

- Høj kvalitet
- Markedsledende

- Mellemstore og store virksomheder i Nord og central Europa og USA med signifikante value muligheder

Ud fra ovenstående har vi valgt at ekskludere PE 11 fra vores population.

PE 12

PE 12 har fire forskellige investeringsstrategi, hvor en af dem er ”Growth Partners”. Strategien er fokuseret på mellemstore og højvækstvirksomheder, der opererer inden for software og teknologisektoren. Det er primært rettet mod nordamerikanske og europæiske investeringer, med typiske virksomhedsværdier på mellem 100 mio. dollars. og over 1 mia. Dollars. PE 12 investerer i vækstorienterede, mellemmarkedsteknologiske virksomheder. PE 12 søger investeringer, der præsenterer et betydeligt antal af følgende egenskaber (PE 12, 2018):

- Stærke vækstrater
- Tilbagevendende indtægtsmodel
- Stærk kundediversificering og / eller kundesegmentering
- Attraktiv økonomi

Ud fra denne betragtning bliver kapitalfonden inkluderet i vores stikprøve.

PE 13:

Efter gennemgang af PE 13’s investeringsstrategi, så vurderer vi, at PE 13 er for store til at blive inkluderet i vores stikprøve. De har fokus på virksomheder, som er moden. (PE 13, 2018)

PE 14:

Efter gennemgang af PE 14’s investeringsstrategi, så vurderer vi, at PE 14 ikke skal inkluderes i vores stikprøve, da de investerer i virksomheder, som befinder sig i stabile og konsolideret industrier (PE 14, 2018).

PE 15:

PE 15 rådgiver om investeringer i virksomheder med en markedsværdi (enterprise value) over 100 mio. kr. PE 15 dækker et bredere felt af det unoterede ”investeringsunivers” i Danmark end de fleste andre finansielle investorer og adskiller sig især ved at fokusere på partnerskab med virksomhederne. PE 15 investerer typisk i virksomheder, hvor den eksisterende ejerkreds både ønsker at realisere gevinst og videreudvikle selskabet i samarbejde med en dynamisk partner, der kan bidrage med mere end blot kapital.

Den privatejede virksomhed, der søger vækst, ny kapital og nye kompetencer, ender ofte som deres partner. Ud fra denne betragtning bliver kapitalfonden ekskluderet i vores stikprøve.

(PE 15, 2018).

Bilag 2 - Interviewguide:

Opbygning:

Alle vores interview starter med en instruktion, hvorefter vi stiller respondenten nogle indledende spørgsmål for at få respondentens umiddelbare betragtninger og indskydelser omkring emnet. Efterfølgende tager vi udgangspunkt i spørgeskemaet, hvor respondenten besvarer et spørgsmål af gangen. Til hvert spørgsmål stiller vi opfølgende uddybende og sonderende spørgsmål.

Instruktion:

- Emneområde: Værdiansættelse af vækstselskaber

- Vi vil gerne have +20 interview og formålet med specialet er, at udvikle en best practice model

- Definition på vækstselskaber: Mail vi har sendt jer + afsnit 1.6

- Vi optager det hele, men I er anonym.

Indledende:

- Hvordan vil du karakterisere værdiansættelse af et vækstselskab i forhold til en modne selskab?
- Hvilke problematikker vurderer du, der forekommer ved at værdiansætte vækstselskaber?
- Hvilke problematikker vurderer du, der forekommer ved at værdiansætte modne selskaber?

Begrebsafklaring:

- Værdiansættelsesmodeller: Realoptioner, Discounted cash flow, Economic value added, multipler.
- Kvalitative faktorer: Ikke tal materiale, såsom ledelseskvalitet, eksekveringsevne, know how osv.
- Kvantitative faktorer: Tal materiale, såsom budgetter, branche og markedstal
- Strategiske analysemodeller: Five forces, SWOT, Porter's Diamond etc.

Spørgeskema:

Spørgsmål 1:

- Baggrund for valg
- Praktisk erfaring
- Problemstillinger

Spørgsmål 2 - Input DCF:

- Hvordan anvendes disse faktorer
- Er de kvantificerbare
- Erfaring og kendskab (Praksis)

Spørgsmål 3 - Input EVA:

- Hvordan anvendes disse faktorer
- Er de kvantificerbare
- Erfaring og kendskab (Praksis)

Spørgsmål 4 - Input multipel:

- Baggrund for valg
- Kvantificeres nøgletallet

Spørgsmål 5 - Realoptioner:

- Kvantificeres realoptioner
- Hvilke modeller anvendes?

Spørgsmål 6 - Analytiske faktorer:

- Hvordan kvantificeres disse faktorer

Spørgsmål 7 - Analysemodeller:

- Motivation
- Hvordan kvantificeres disse faktorer

Spørgsmål 8 - Strategiske modeller kvantificering:

Spørgsmål 9 - Værdiansættelse vs. Strategiske modeller:

- Motivation af valg

Spørgsmål 10 - Kvantitative vs. Kvalitative faktor:

- Motivation af valg

Bilag 3 – Spørgeskema:

Valuation models

1. Please rate the use of the following valuation models in connection with the valuation of growth companies:

A: How important do you think the model is for the valuation?

B: How often do you use the model in practice?

Scale: 1 is unimportant/Never

5 is very important /Always

Valuation models	A: Importance (1-5)	B: Frequency (1-5)
DCF		
EVA		
Multiples in general		
1) P/E		
2) K/IV		
3) EV/EBIT		
4) EV/EBITDA		
5) EV/Sales		
6) Other		
Real options		
Other models (Indicate which)		
Comments:		

If you answer a minimum of 2 to frequency in question 1 regarding the DCF model, please answer the following questions:

2a. How are quantitative input factors set up for the DCF model?

Tick as appropriate.

Only budgeting the key figure FCF (ie the underlying factors for FCF calculation is not estimated)	
Budgeting of the underlying factors for calculating FCF	
Other methods (specify which)	
Comments:	

If the answer is that budgeting is used, in Question 2a the following questions should be answered

2b. What information sources are used to quantify input factors for the valuation?

How important do you assess the information source is for the quantification of the respective input factors in the valuation?

Scale: 1 is unimportant

5 is very important

Budgeting with DCF	Historical accounts (1-5)	Benchmark companies (1-5)	Strategic analyses (1-5)	Other sources (specify)
Sales				
Costs				
Working capital				
Depreciations				
CAPEX				
Growth rate in terminal period				
Estimated WACC				
Other factors (Please specify)				
Comments:				

If you answer a minimum of 2 to frequency in question 1 regarding the EVA model, please answer the following questions:

3a. How are quantitative input factors set up for the EVA model?

Tick as appropriate.

Budgeting the key figure only the ROI (i.e. the underlying factors for calculating the rate of return not estimated)	
Budgeting the underlying factors for calculating ROI	
Other methods (specify which)	
Comments:	

If the answer is that budgeting is used, in Question 3a the following questions should be answered

3b. What information sources are used to quantify input factors for the valuation?

How important do you assess the information source is for the quantification of the respective input factors in the valuation?

Scale: 1 is unimportant

5 is very important

Budgeting with EVA	Historical accounts (1-5)	Benchmark companies (1-5)	Strategic analyses (1-5)	Other sources (specify)
Sales				
Costs				
Working capital				
Depreciations				
CAPEX				
Growth rate in terminal period				
Estimated WACC				
Other factors (Please specify)				
Comments:				

If you answer a minimum of 2 to frequency in question 1 regarding the use of multiples, please answer the following questions:

4a. When using multiple-based valuation, key figures from the most recent annual accounts are used as input or are calculated ratios for the coming financial year?

Tick as appropriate.

Key figures from the latest financial statements	
Estimated key figures for budget year	
Other methods (specify which)	
Comments:	

If the answer is that key figures for budget year are estimated, in question 4a, the following questions should be answered

4b. What information sources are used to quantify the relevant key figures for a multiple-based valuation?

How important do you assess the information source is for the quantification of the key figure for the valuation?

Scale: 1 is unimportant

5 is very important

Estimates for key figures	Importance (1-5)
Historical accounts	
Benchmark companies	
Strategic analyses	
Other methods (specify which)	
Comments:	

5. What analyses are used to spot real estate listings in the given company?

How important do you think the use of the following strategic analyzes is to spot real options?

Scale: 1 is unimportant

5 is very important

Real options	A: Importance (1-5)	B: Frequency (1-5)
PEST(EL)		
Porter's Diamond		
Porter's Five Forces		
Value chain analysis		
The life-cycle model		
Ansoff's growth matrix		
The BCG matrix		
SWOT		
Other methods (specify which)		
Comments:		

Qualitative factors

6. Please evaluate the use of the following analytical factors in the valuation of growth companies:

A: How important do you think the given factor is for the valuation? B:

How often do you use this factor in practice?

Scale: 1 is unimportant/Never

5 is very important /Always

Analytical factors	A: Importance (1-5)	B: Frequency (1-5)
Previous financial statements		
Companies budgets		
Industry reports		
Management track record		
Dialogue with management		
Business plan		
Comparable companies		
The organization's know how		
Your personal industry knowledge		
Your personal "gut feeling"		
Other factors (please specify)		
Comments:		

7. Please evaluate the following strategic analysis models for the valuation of growth companies:

A: How important do you think the model is for the valuation? B:

How often do you use the model in practice?

Scale: 1 is unimportant/Never

5 is very important /Always

Strategic analysis models	A: Importance (1-5)	B: Frequency (1-5)
PEST(EL)		
Porter's Diamond		
Porter's Five Forces		
Value chain analysis		
The life-cycle model		
Ansoff's growth matrix		
The BCG matrix		
SWOT		
Other methods (specify which)		
Comments:		

8. . To what extent do strategic analysis models contribute to the quantification of the following input factors for the valuation of growth companies?

Please tick (preferably several tick in each row / column):

	Sales	Costs	Working capital	Operating cash flow	Depreciation	Invested capital	CAPEX	Growth rate	WACC	Other factors
PEST(EL)										
Porter's Diamond										
Porter's Five Forces										
Value chain analysis										
The life-cycle model										
Ansoff's growth matrix										
The BCG matrix										
SWOT										
Other models (please specify)										

9. Please prioritize which of the following two groups of models are most important in relation to the valuation of growth companies:

Please tick the group of models that you prioritize as being most important

(Only one tick):

Valuation model	
Strategic analysis model	
Comments:	

10. Please prioritize which of the following two groups of factors are most important in the valuation of growth companies:

Quantitative factors are figures such as historical key figures, company budgets and industry and market figures.

Qualitative factors are non-numerical material such as business idea, product mix and management's reputation.

Please tick the group of models that you prioritize as being most important

(Only one tick):

Quantitative factors	
Qualitative factors	
Comments:	

Respondent characteristics

Gender:

Men	
Women	

Age:

<25 yr.	25-30	31-35	36-40	41-45	46-50	51-55	56-60	61-65	>65 yr.

Educational background:

Please state:

Job title:

Please state:

Experiences:

0-2 yr.	3-5 yr.	6-10 yr.	11-15 yr.	16-20 yr.	21-25 yr.	26-30 yr.	31-35 yr.	36-40 yr.

Bilag 4- Respondentgruppen:

Forkortelse	Gruppe	Køn	Alder	Uddannelse	Stilling	Erfaring
CF 1	1	Mand	31-35	Cand.merc	Senior Associate	3-5 År
CF 2	1	Mand	25-30	Cand.merc	Associate	3-5 År
CF 3	1	Mand	56-60	Cand.merc	Partner	31-35 År
CF 4	1	Mand	25-30	Cand.merc	Associate	3-5 År
PE 1	3	Mand	31-35	Cand.merc	Investment Manager	3-5 År
CF 5	1	Mand	46-50	Cand. Jur	Managing Director	21-25 år
CF 6	1	Mand	56-60	Cand.Merc	Managing Director	21-25 år
PE 2	3	Mand	25-30	Cand.merc	Investment analyst	3-5 År
PE 3	3	Mand	31-35	Cand.merc	Investment Manager	6-10 år
VC 1	2	Mand	46-50	Cand.Scient	Managing Director	21-25 år
CF 7	1	Kvinde	25-30	Cand.merc	Associate	3-5 År
PE 4	3	Kvinde	25-30	Cand.Merc	Investment Manager	3-5 År
CF 8	1	Mand	25-30	Cand.merc	Analyst	3-5 År
PE 5	3	Mand	25-30	Cand.Polit	Associate	3-5 År
CF 9	1	Mand	31-35	Cand.merc	Associate	3-5 År
PE 6	3	Mand	51-55	Cand.merc	Investment director	21-25 år
VC 2	2	Mand	51-55	Civilingeniør, MBA	Senior Partner	21-25 år
CF 10	1	Mand	25-30	Msc Finance	Vice President	3-5 År
CF 11	1	Mand	25-30	Msc Finance	Senior Associate	3-5 År
CF 12	1	Mand	25-30	Cand.merc	Analyst	3-5 År
VC 3	2	Mand	36-40	HD	Finance director	16-20 år
VC 4	2	Mand	41-45	Cand.Merc	Investment director	16-20 år
VC 5	2	Mand	31-35	Cand.Polit	Partner	3-5 År
PE 7	3	Mand	31-35	Cand.merc	Investment Manager	6-10 år
CF 13	1	Mand	25-30	Cand.Polit	Associate	0-2 år
CF 14	1	Mand	25-30	Cand.merc	Analyst	0-2 år
CF 15	1	Mand	25-30	Cand.merc	Associate	3-5 År
CF 16	1	Mand	36-40	Cand.merc	Partner	11-15 år

Bilag 5 – Spørgeskema spørgsmål 1:

1. Deskriptiv statistik – total + gruppedelt
2. T-test
3. Kolmogorov-Smirnov test
4. Kruskal-Wallis test
5. Mann-Whitney U tests

1. Deskriptiv statistik – total + gruppedelt

Statistics

	N										
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
DCF_V	28	0	3,68	1,442	2,078	-,825	,441	-,619	,858	1	5
DCF_H	28	0	3,36	1,471	2,164	-,450	,441	-1,151	,858	1	5
EVA_V	28	0	1,43	1,103	1,217	2,780	,441	7,023	,858	1	5
EVA_H	28	0	1,18	,772	,597	4,866	,441	24,423	,858	1	5
Multipler_V	28	0	4,11	1,100	1,210	-1,124	,441	,768	,858	1	5
Multipler_H	28	0	4,14	1,113	1,238	-1,170	,441	,770	,858	1	5
P/E_V	28	0	1,54	,922	,851	1,718	,441	2,056	,858	1	4
P/E_H	28	0	1,54	,962	,925	1,641	,441	1,470	,858	1	4
K/IV_V	28	0	1,21	,630	,397	3,644	,441	14,680	,858	1	4
K/IV_H	28	0	1,07	,262	,069	3,520	,441	11,183	,858	1	2
EV/EBIT_V	28	0	2,96	1,453	2,110	,066	,441	-1,272	,858	1	5
EV/EBIT_H	28	0	3,00	1,361	1,852	,000	,441	-1,071	,858	1	5
EV/EBITDA_V	28	0	3,57	1,574	2,476	-,510	,441	-1,403	,858	1	5
EV/EBITDA_H	28	0	3,79	1,524	2,323	-,760	,441	-1,093	,858	1	5
EV/OMSÆTNING_V	28	0	2,96	1,478	2,184	-,231	,441	-1,426	,858	1	5
EV/OMSÆTNING_H	28	0	3,00	1,563	2,444	-,125	,441	-1,553	,858	1	5
Realoption_V	28	0	1,36	,870	,757	2,475	,441	5,168	,858	1	4
Realoption_H	28	0	1,29	,713	,508	2,820	,441	8,086	,858	1	4

Report

	Gruppe																								
	1							2									3								
	ium	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Variance	Kurtosis	Skewness	N	Mean	Sum	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Variance	Kurtosis	Skewness	N	Mean	Sum	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Variance	Kurtosis	Skewness
DCF_V	64	1,265	1	5	1,600	,495	-1,129	5	2,60	13	1,817	1	5	3,300	-2,231	,567	7	3,71	26	1,380	1	5	1,905	2,320	-1,424
DCF_H	60	1,125	2	5	1,267	-1,143	-,401	5	2,20	11	1,789	1	5	3,200	,312	1,258	7	3,29	23	1,704	1	5	2,905	-1,396	-,618
EVA_V	26	1,408	1	5	1,983	3,005	2,082	5	1,40	7	,548	1	2	,300	-3,333	,609	7	1,00	7	,000	1	1	,000	.	.
EVA_H	21	1,014	1	5	1,029	13,717	3,652	5	1,00	5	,000	1	1	,000	.	.	7	1,00	7	,000	1	1	,000	.	.
Multipler_V	68	,856	3	5	,733	-1,428	-,546	5	2,80	14	1,304	1	4	1,700	-1,488	-,541	7	4,71	33	,756	3	5	,571	7,000	-2,646
Multipler_H	69	,873	3	5	,762	-1,325	-,711	5	2,80	14	1,304	1	4	1,700	-1,488	-,541	7	4,71	33	,756	3	5	,571	7,000	-2,646
P/E_V	27	1,078	1	4	1,163	,894	1,449	5	1,60	8	,894	1	3	,800	,312	1,258	7	1,14	8	,378	1	2	,143	7,000	2,646
P/E_H	27	1,138	1	4	1,296	,183	1,328	5	1,60	8	,894	1	3	,800	,312	1,258	7	1,14	8	,378	1	2	,143	7,000	2,646
K/IV_V	21	,793	1	4	,629	9,565	3,002	5	1,00	5	,000	1	1	,000	.	.	7	1,14	8	,378	1	2	,143	7,000	2,646
K/IV_H	17	,250	1	2	,062	16,000	4,000	5	1,00	5	,000	1	1	,000	.	.	7	1,14	8	,378	1	2	,143	7,000	2,646
EV/EBIT_V	50	1,310	1	5	1,717	-,854	-,057	5	1,80	9	,837	1	3	,700	-,612	,512	7	3,43	24	1,813	1	5	3,286	-1,596	-,662
EV/EBIT_H	55	1,263	1	5	1,596	-,872	-,293	5	1,80	9	,837	1	3	,700	-,612	,512	7	2,86	20	1,464	1	5	2,143	-,666	-,109
EV/EBITDA_V	60	1,390	1	5	1,933	-,962	-,680	5	1,80	9	,837	1	3	,700	-,612	,512	7	4,43	31	1,512	1	5	2,286	7,000	-2,646
EV/EBITDA_H	66	1,204	2	5	1,450	-,484	-1,055	5	1,80	9	,837	1	3	,700	-,612	,512	7	4,43	31	1,512	1	5	2,286	7,000	-2,646
EV/OMSÆTNING_V	52	1,390	1	5	1,933	-,802	-,510	5	3,20	16	1,643	1	5	2,700	-1,687	-,518	7	2,14	15	1,464	1	4	2,143	-2,234	,556
EV/OMSÆTNING_H	55	1,504	1	5	2,263	-,974	-,602	5	2,80	14	1,643	1	5	2,700	-1,687	,518	7	2,14	15	1,464	1	4	2,143	-2,234	,556
Realoption_V	24	1,095	1	4	1,200	2,103	1,913	5	1,00	5	,000	1	1	,000	.	.	7	1,29	9	,488	1	2	,238	-,840	1,230
Realoption_H	22	,885	1	4	,783	5,200	2,411	5	1,00	5	,000	1	1	,000	.	.	7	1,29	9	,488	1	2	,238	-,840	1,230

2. T-test

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DCF_V	2,491	27	,019	,679	,12	1,24
DCF_H	1,285	27	,210	,357	-,21	,93
EVA_V	-7,538	27	,000	-1,571	-2,00	-1,14
EVA_H	-12,479	27	,000	-1,821	-2,12	-1,52
Multipler_V	5,325	27	,000	1,107	,68	1,53
Multipler_H	5,435	27	,000	1,143	,71	1,57
P/E_V	-8,402	27	,000	-1,464	-1,82	-1,11
P/E_H	-8,058	27	,000	-1,464	-1,84	-1,09
K/IV_V	-15,000	27	,000	-1,786	-2,03	-1,54
K/IV_H	-38,911	27	,000	-1,929	-2,03	-1,83
EV/EBIT_V	-,130	27	,897	-,036	-,60	,53
EV/EBIT_H	,000	27	1,000	,000	-,53	,53
EV/EBITDA_V	1,922	27	,065	,571	-,04	1,18
EV/EBITDA_H	2,728	27	,011	,786	,19	1,38
EV/OMSÆTNING_V	-,128	27	,899	-,036	-,61	,54
EV/OMSÆTNING_H	,000	27	1,000	,000	-,61	,61
Realoption_V	-9,994	27	,000	-1,643	-1,98	-1,31
Realoption_H	-12,728	27	,000	-1,714	-1,99	-1,44

3. Kolmogorov-Smirnov test

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
DCF_V	28	1	5	,393	,143	-,393	2,079	,000
DCF_H	28	1	5	,286	,179	-,286	1,512	,021
EVA_V	28	1	5	,821	,821	-,071	4,347	,000
EVA_H	28	1	5	,929	,929	-,036	4,914	,000
Multipler_V	28	1	5	,500	,036	-,500	2,646	,000
Multipler_H	28	1	5	,536	,036	-,536	2,835	,000
P/E_V	28	1	4	,679	,679	-,071	3,591	,000
P/E_H	28	1	4	,714	,714	-,071	3,780	,000
K/IV_V	28	1	4	,857	,857	-,036	4,536	,000
K/IV_H	28	1	2	,929	,929	-,071	4,914	,000
EV/EBIT_V	28	1	5	,214	,214	-,214	1,134	,153
EV/EBIT_H	28	1	5	,179	,179	-,179	,945	,334
EV/EBITDA_V	28	1	5	,464	,143	-,464	2,457	,000
EV/EBITDA_H	28	1	5	,536	,107	-,536	2,835	,000
EV/OMSÆTNING_V	28	1	5	,286	,286	-,214	1,512	,021
EV/OMSÆTNING_H	28	1	5	,286	,286	-,214	1,512	,021
Realoption_V	28	1	4	,821	,821	-,071	4,347	,000
Realoption_H	28	1	4	,821	,821	-,036	4,347	,000

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis test

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
DCF_V	2,785	2	,248
DCF_H	3,292	2	,193
EVA_V	2,540	2	,281
EVA_H	1,556	2	,459
Multipler_V	8,556	2	,014
Multipler_H	8,713	2	,013
P/E_V	1,570	2	,456
P/E_H	1,236	2	,539
K/IV_V	1,077	2	,584
K/IV_H	,909	2	,635
EV/EBIT_V	4,154	2	,125
EV/EBIT_H	5,691	2	,058
EV/EBITDA_V	8,676	2	,013
EV/EBITDA_H	10,014	2	,007
EV/OMSÆTNING_V	2,801	2	,246
EV/OMSÆTNING_H	3,545	2	,170
Realoption_V	1,355	2	,508
Realoption_H	1,414	2	,493

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: Gruppe

5. Mann-Whitney U tests (1 vs 2)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
DCF_V	21,000	36,000	-1,645	,100	,130[b]
DCF_H	18,000	33,000	-1,861	,063	,075[b]
EVA_V	34,500	170,500	-,608	,543	,660[b]
EVA_H	35,000	50,000	-,810	,418	,719[b]
Multipler_V	14,000	29,000	-2,251	,024	,032[b]
Multipler_H	13,000	28,000	-2,355	,019	,025[b]
P/E_V	40,000	55,000	,000	1,000	1,000[b]
P/E_H	39,000	175,000	-,099	,921	,968[b]
K/IV_V	32,500	47,500	-1,018	,309	,548[b]
K/IV_H	37,500	52,500	-,559	,576	,842[b]
EV/EBIT_V	16,500	31,500	-1,988	,047	,050[b]
EV/EBIT_H	12,000	27,000	-2,362	,018	,019[b]
EV/EBITDA_V	11,000	26,000	-2,466	,014	,015[b]
EV/EBITDA_H	6,500	21,500	-2,907	,004	,003[b]
EV/OMSÆTNING_V	39,500	175,500	-,043	,966	,968[b]
EV/OMSÆTNING_H	31,000	46,000	-,761	,446	,495[b]
Realoption_V	32,500	47,500	-1,018	,309	,548[b]
Realoption_H	32,500	47,500	-1,017	,309	,548[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests (1 vs 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
DCF_V	47,500	75,500	-,600	,548	,579[b]
DCF_H	48,500	76,500	-,518	,605	,624[b]
EVA_V	45,500	73,500	-1,199	,231	,492[b]
EVA_H	49,000	77,000	-,956	,339	,671[b]
Multipler_V	38,000	174,000	-1,379	,168	,249[b]
Multipler_H	41,000	177,000	-1,188	,235	,341[b]
P/E_V	41,500	69,500	-1,194	,233	,341[b]
P/E_H	44,500	72,500	-,996	,319	,452[b]
K/IV_V	53,000	81,000	-,304	,761	,871[b]
K/IV_H	51,500	187,500	-,615	,538	,769[b]
EV/EBIT_V	47,500	183,500	-,582	,561	,579[b]
EV/EBIT_H	43,000	71,000	-,892	,372	,413[b]
EV/EBITDA_V	36,500	172,500	-1,443	,149	,198[b]
EV/EBITDA_H	43,000	179,000	-1,024	,306	,413[b]
EV/OMSÆTNING_V	33,000	61,000	-1,591	,112	,135[b]
EV/OMSÆTNING_H	29,500	57,500	-1,826	,068	,076[b]
Realoption_V	53,500	189,500	-,232	,817	,871[b]
Realoption_H	52,500	188,500	-,325	,746	,820[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests (2 vs 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
DCF_V	11,500	26,500	-1,007	,314	,343[b]
DCF_H	11,500	26,500	-1,022	,307	,343[b]
EVA_V	10,500	38,500	-1,755	,079	,268[b]
EVA_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Multipler_V	2,500	17,500	-2,611	,009	,010[b]
Multipler_H	2,500	17,500	-2,611	,009	,010[b]
P/E_V	12,500	40,500	-1,069	,285	,432[b]
P/E_H	12,500	40,500	-1,069	,285	,432[b]
K/IV_V	15,000	30,000	-,845	,398	,755[b]
K/IV_H	15,000	30,000	-,845	,398	,755[b]
EV/EBIT_V	8,500	23,500	-1,504	,133	,149[b]
EV/EBIT_H	9,500	24,500	-1,350	,177	,202[b]
EV/EBITDA_V	4,000	19,000	-2,364	,018	,030[b]
EV/EBITDA_H	4,000	19,000	-2,364	,018	,030[b]
EV/OMSÆTNING_V	10,000	38,000	-1,287	,198	,268[b]
EV/OMSÆTNING_H	12,000	40,000	-,935	,350	,432[b]
Realoption_V	12,500	27,500	-1,254	,210	,432[b]
Realoption_H	12,500	27,500	-1,254	,210	,432[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 6 – Spørgeskema spørgsmål 2a, 3a, 4a:

1. Deskriptive test – total + gruppe
2. Chi2-test budgettering med DCF, EVA og multipler
3. T-test - Spørgsmål 2a, 3a, 4a
4. DCF-model, EVA-model og Multipler – output:

1. Deskriptive test – total + gruppe

Statistics

	N		Mean	Std. Deviation	Variance	Std. Error of Skewness	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
	Valid	Missing									
Nøgletallet FCF (2.A DCF)	24	4	,00	,000	,000	,472	,918	0	0		
Underliggende faktor til FCF (2.A DCF)	24	4	1,00	,000	,000	,472	,918	1	1		
Nøgletallet AG (3.A EVA)	28	0	,00	,000	,000	,441	,858	0	0		
Underliggende faktor til AG (3.A EVA)	28	0	,07	,262	,069	,441	,858	0	1	3,520	11,183
Nøgletal fra senest regnskab (4.A Multipler)	28	0	,29	,460	,212	,441	,858	0	1	1,003	-1,076
Estimeres nøgle for budgetår (4.A Multipler)	28	0	,75	,441	,194	,441	,858	0	1	-1,221	-,554

Report							
Gruppe		Nøgletallet FCF (2.A DCF)	Underliggende faktor til FCF (2.A DCF)	Nøgletallet AG (3.A EVA)	Underliggende faktor til AG (3.A EVA)	Nøgletal fra senest regnskab (4.A Multipler)	Estimeres nøgle for budgetår (4.A Multipler)
1	Mean	,00	1,00	,00	,13	,19	,81
	N	16	16	16	16	16	16
	Std. Deviation	,000	,000	,000	,342	,403	,403
	Minimum	0	1	0	0	0	0
	Maximum	0	1	0	1	1	1
	Kurtosis	.	.	.	4,898	1,285	1,285
	Skewness	.	.	.	2,509	1,772	-1,772
2	Mean	,00	1,00	,00	,00	,60	,40
	N	2	2	5	5	5	5
	Std. Deviation	,000	,000	,000	,000	,548	,548
	Minimum	0	1	0	0	0	0
	Maximum	0	1	0	0	1	1
	Kurtosis	.	.	.	.	-3,333	-3,333
	Skewness	.	.	.	.	-,609	,609
3	Mean	,00	1,00	,00	,00	,29	,86
	N	6	6	7	7	7	7
	Std. Deviation	,000	,000	,000	,000	,488	,378
	Minimum	0	1	0	0	0	0
	Maximum	0	1	0	0	1	1
	Kurtosis	.	.	.	.	-,840	7,000
	Skewness	.	.	.	.	1,230	-2,646
Total	Mean	,00	1,00	,00	,07	,29	,75
	N	24	24	28	28	28	28
	Std. Deviation	,000	,000	,000	,262	,460	,441
	Minimum	0	1	0	0	0	0
	Maximum	0	1	0	1	1	1
	Kurtosis	.	.	.	11,183	-1,076	-,554
	Skewness	.	.	.	3,520	1,003	-1,221

2. Chi2-test budgettering med DCF, EVA og multipler

DCF Model

	Venture Kapitalfonde		Finansielle rådgivere		Private Equity		
	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	SUM
For alle tre grupper							
Budget, FCF (DCF)	0	0,00	0	0,0	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere (DCF)	2	2,01	16	16,0	6	6,0	24
Sum	2,0		16,0		6,0		24
(1 vs. 2)							
Budget, FCF (DCF)	0	0,0	0	0,0		0,0	0
Budget, underliggende drivere (DCF)	2	2,0	16	16,0		0,0	18
Sum	2,0		16,0		0,0		18
(1 vs. 3)							
Budget, FCF (DCF)		0,0	0	0,014541326	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere (DCF)		0,0	16	15,99545867	6	6,0	22
Sum	0,0		16,0		6,0		22
(2 vs. 3)							
Budget, FCF (DCF)	0	0,0		0,0	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere (DCF)	2	2,0		0,0	6	6,0	8
Sum	2,0		0,0		6,0		8

	Chi2	P-værdi	df	Kritisk værdi (95 %)
Total	0,028	0,99	2	5,99
Venture kapitalfonde vs. Finansielle rådgivere	0,030	0,86	1	3,84
Finansielle rådgivere vs. private equity	0,005	0,94	1	3,84
Venture kapitalfonde vs. private equity	0,007	0,94	1	3,84

EVA - Model

	Venture Kapitalfonde		Finansielle rådgivere		Private Equity		
	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	SUM
For alle tre grupper							
Budget, AG	0	0,00	0	0,0	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere	0	0,00	2	2,0	0	0,0	2
Sum	0		2,0		0		2
(1 vs. 2)							
Budget, AG (EVA)	0	0,0	0	0,0		0,0	0
Budget, underliggende drivere (EVA)	0	0,0	2	2,0		0,0	2
Sum	0		2,0		0		2
(1 vs. 3)							
Budget, AG (EVA)		0,0	0	0,0	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere (EVA)		0,0	2	2,0	0	0,0	2
Sum	0		2,0		0		2
(2 vs. 3)							
Budget, AG (EVA)	0	0,0		0,0	0	0,0	0
Budget, underliggende drivere (EVA)	0	0,0		0,0	0	0,0	0
Sum	0		0		0		0

	Chi2	P-værdi	df	Kritisk værdi (95 %)
Total	1,857	0,40	2	5,99
Venture kapitalfonde vs. Finansielle rådgivere	1,000	0,32	1	3,84
Finansielle rådgivere vs. private equity	1,843	0,17	1	3,84
Venture kapitalfonde vs. private equity	#DIV/0!	#DIV/0!	1	3,84

Multipler

	Venture Kapitalfonde		Finansielle rådgivere		Private Equity		
	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	SUM
For alle tre grupper							
Budget, regnskabsår (Multipler)	3	1,43	3	4,6	2	2,0	8
Budget, budgetår (Multipler)	2	3,57	13	11,4	5	5,0	20
Sum	5		16		7		28
(1 vs. 2)							
Budget, regnskabsår (Multipler)	3	1,4	3	4,6		0,0	6
Budget, budgetår (Multipler)	2	3,6	13	11,4		0,0	15
Sum	5		16		0		21
(1 vs. 3)							
Budget, regnskabsår (Multipler)		0,0	3	3,47826087	2	1,5	5
Budget, budgetår (Multipler)		0,0	13	12,52173913	5	5,5	18
Sum	0		16		7		23
(2 vs. 3)							
Budget, regnskabsår (Multipler)	3	2,1		0,0	2	2,9	5
Budget, budgetår (Multipler)	2	2,9		0,0	5	4,1	7
Sum	5		0		7		12

	Chi2	P-værdi	df	Kritisk værdi (95 %)
Total	3,176	0,20	2	5,99
Venture kapitalfonde vs. Finansielle rådgivere	3,176	0,07	1	3,84
Finansielle rådgivere vs. private equity	0,276	0,60	1	3,84
Venture kapitalfonde vs. private equity	1,185	0,28	1	3,84

3. T-tests – Spørgsmål 2a, 3a, 4a

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Nøgletallet FCF (2.A DCF)	Group 1	0	24	1,00	,50	,000
	Total		24	1,00		
Underliggende faktor til FCF (2.A DCF)	Group 1	1	24	1,00	,50	,000
	Total		24	1,00		
Nøgletallet AG (3.A EVA)	Group 1	0	28	1,00	,50	,000
	Total		28	1,00		
Underliggende faktor til AG (3.A EVA)	Group 1	1	2	,07	,50	,000
	Group 2	0	26	,93		
	Total		28	1,00		
Nøgletal fra senest regnskab (4.A Multipler)	Group 1	0	20	,71	,50	,036
	Group 2	1	8	,29		
	Total		28	1,00		
Estimeres nøgle for budgetår (4.A Multipler)	Group 1	1	21	,75	,50	,013
	Group 2	0	7	,25		
	Total		28	1,00		

4. DCF-model, EVA-model og Multipler – output:

Budgettering med DCF-Modellen - totalpopulation				
	Gennemsnit	Std. Afv.	Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)*	Chi2-Test**
Nøgletallet FCF	0,00	0,00	0,00	0,99
Underliggende faktor til FCF	1,00	0,00	0,00	0,99

Budgettering med DCF-Modellen - gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity	
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.
Nøgletallet FCF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Underliggende faktor til FCF	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00

Budgettering med DCF-Modellen - chi2-test for 2 uafhængig samples***			
	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Nøgletallet FCF	0,86	0,94	0,94
Underliggende faktor til FCF	0,86	0,94	0,94

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .
* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare nøgletallet FCF og de underliggende faktor til FCF
** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser
*** Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Budgettering med EVA-Modellen - totalpopulation				
	Gennemsnit	Std. Afv.	Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)*	Chi2-Test**
Nøgletallet AG	0,00	0,00	0,00	0,40
Underliggende faktor til AG	0,07	0,26	0,00	0,40

Budgettering med EVA-Modellen - gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity	
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.
Nøgletallet AG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Underliggende faktor til AG	0,13	0,34	0,00	0,00	0,00	0,00

Budgettering med EVA-Modellen - chi2-test for 2 uafhængig samples***			
	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Nøgletallet AG	0,32	0,17	N/A
Underliggende faktor til AG	0,32	0,17	N/A

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .
* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare nøgletallet AG og de underliggende faktor til AG
** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser
*** Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Budgettering med multipler - totalpopulation				
	Gennemsnit	Std. Afv.	Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)*	Chi2-Test**
Nøgletal fra senest regnskabsår	0,29	0,46	0,04	0,20
Estimeres nøgletal for budgetår	0,75	0,44	0,01	0,20

Budgettering med multipler - gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity	
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.
Nøgletal fra senest regnskabsår	0,19	0,40	0,60	0,55	0,29	0,49
Estimeres nøgletal for budgetår	0,81	0,40	0,40	0,55	0,86	0,38

Budgettering med multipler - chi2-test for 2 uafhængig samples***			
	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Nøgletal fra senest regnskabsår	0,07	0,60	0,28
Estimeres nøgletal for budgetår	0,07	0,60	0,28

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .
* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare nøgletal fra senest regnskabsår og estimeres nøgletal for budgetår
** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser
*** Vi undersøger om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Bilag 7: Spørgeskema spørgsmål 2B:

1. Deskriptiv statistik DCF-modellen – Total + gruppedelt.
2. T-test DCF-modellen
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik DCF-modellen – Total + gruppedelt.

Statistics

	N										
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
Hist_Omsætning	24	4	3,67	1,204	1,449	-,592	,472	-,627	,918	1	5
Hist_Omkostninger	24	4	4,13	,850	,723	-,253	,472	-1,590	,918	3	5
Hist_Arbejdskapital	24	4	3,88	1,191	1,418	-,919	,472	-,023	,918	1	5
Hist_Afskrivninger	24	4	3,42	1,501	2,254	-,624	,472	-,995	,918	1	5
Hist_Anlægsomkostninger	24	4	3,58	1,316	1,732	-,634	,472	-,743	,918	1	5
Hist_Vækstrate	24	4	1,79	1,318	1,737	1,537	,472	1,211	,918	1	5
Hist_WACC	24	4	1,67	,963	,928	1,074	,472	-,256	,918	1	4
Bench_Omsætning	24	4	3,00	1,142	1,304	,000	,472	-,050	,918	1	5
Bench_Omkostninger	24	4	3,00	1,103	1,217	-,212	,472	-,082	,918	1	5
Bench_Arbejdskapital	24	4	2,79	1,250	1,563	-,299	,472	-1,094	,918	1	5
Bench_Afskrivninger	24	4	2,46	1,179	1,389	,195	,472	-,765	,918	1	5
Bench_Anlægsomkostninger	24	4	2,79	1,215	1,476	-,200	,472	-1,057	,918	1	5
Bench_Vækstrate	24	4	2,63	1,555	2,418	,313	,472	-1,457	,918	1	5
Bench_WACC	24	4	3,46	1,532	2,346	-,627	,472	-1,044	,918	1	5
Strat_Omsætning	24	4	4,17	1,204	1,449	-1,652	,472	2,290	,918	1	5
Strat_Omkostninger	24	4	3,88	1,329	1,766	-1,207	,472	,607	,918	1	5
Strat_Arbejdskapital	24	4	2,88	1,513	2,288	-,017	,472	-1,500	,918	1	5
Strat_Afskrivninger	24	4	2,63	1,469	2,158	,271	,472	-1,376	,918	1	5
Strat_Anlægsomkostninger	24	4	3,58	1,442	2,080	-,798	,472	-,598	,918	1	5
Strat_Vækstrate	24	4	2,83	1,736	3,014	,061	,472	-1,851	,918	1	5
Strat_WACC	24	4	2,79	1,444	2,085	-,170	,472	-1,520	,918	1	5

.

	Gruppe																							
	1								2								3							
	Mean	N	Std. Deviation	Maximum	Minimum	Variance	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Maximum	Minimum	Variance	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Maximum	Minimum	Variance	Kurtosis	Skewness
Hist_Omsætning	3,75	16	1,000	5	2	1,000	-,738	-,343	3,00	2	2,828	5	1	8,000	.	.	3,67	6	1,366	5	2	1,867	-1,875	-,523
Hist_Omkostninger	4,19	16	,834	5	3	,696	-1,443	-,391	4,00	2	1,414	5	3	2,000	.	.	4,00	6	,894	5	3	,800	-1,875	,000
Hist_Arbejdskapital	4,06	16	1,063	5	2	1,129	-,259	-,900	1,50	2	,707	2	1	,500	.	.	4,17	6	,753	5	3	,567	-,104	-,313
Hist_Afskrivninger	3,44	16	1,504	5	1	2,263	-,974	-,602	2,00	2	1,414	3	1	2,000	.	.	3,83	6	1,472	5	1	2,167	3,912	-1,840
Hist_Anlægsomkostninger	3,62	16	1,310	5	1	1,717	-,778	-,616	1,50	2	,707	2	1	,500	.	.	4,17	6	,753	5	3	,567	-,104	-,313
Hist_Vækstrate	1,88	16	1,408	5	1	1,983	1,352	1,560	1,00	2	,000	1	1	,000	.	.	1,83	6	1,329	4	1	1,767	-,459	1,207
Hist_WACC	1,63	16	,885	3	1	,783	-1,133	,886	1,50	2	,707	2	1	,500	.	.	1,83	6	1,329	4	1	1,767	-,459	1,207
Bench_Omsætning	2,81	16	1,223	5	1	1,496	-,100	,155	4,00	2	1,414	5	3	2,000	.	.	3,17	6	,753	4	2	,567	-,104	-,313
Bench_Omkostninger	3,19	16	1,047	5	1	1,096	,421	-,023	2,00	2	1,414	3	1	2,000	.	.	2,83	6	1,169	4	1	1,367	-,446	-,668
Bench_Arbejdskapital	3,25	16	,931	5	1	,867	1,473	-,567	1,00	2	,000	1	1	,000	.	.	2,17	6	1,472	4	1	2,167	-2,052	,711
Bench_Afskrivninger	2,63	16	1,088	5	1	1,183	,342	,166	2,00	2	1,414	3	1	2,000	.	.	2,17	6	1,472	4	1	2,167	-2,052	,711
Bench_Anlægsomkostninger	2,94	16	1,237	5	1	1,529	-,799	-,350	1,50	2	,707	2	1	,500	.	.	2,83	6	1,169	4	1	1,367	-,446	-,668
Bench_Vækstrate	3,06	16	1,482	5	1	2,196	-1,311	,019	1,00	2	,000	1	1	,000	.	.	2,00	6	1,549	4	1	2,400	-1,875	,968
Bench_WACC	3,88	16	1,360	5	1	1,850	,647	-1,198	2,50	2	,707	3	2	,500	.	.	2,67	6	1,862	5	1	3,467	-2,807	,165
Strat_Omsætning	3,94	16	1,389	5	1	1,929	,613	-1,239	4,50	2	,707	5	4	,500	.	.	4,67	6	,516	5	4	,267	-1,875	-,968
Strat_Omkostninger	3,75	16	1,342	5	1	1,800	,298	-,994	3,00	2	2,828	5	1	8,000	.	.	4,50	6	,548	5	4	,300	-3,333	,000
Strat_Arbejdskapital	3,00	16	1,414	5	1	2,000	-1,168	,000	1,00	2	,000	1	1	,000	.	.	3,17	6	1,722	5	1	2,967	-1,731	-,731
Strat_Afskrivninger	2,75	16	1,483	5	1	2,200	-1,227	,350	2,00	2	1,414	3	1	2,000	.	.	2,50	6	1,643	4	1	2,700	-3,333	,000
Strat_Anlægsomkostninger	3,44	16	1,413	5	1	1,996	-,447	-,747	1,50	2	,707	2	1	,500	.	.	4,67	6	,516	5	4	,267	-1,875	-,968
Strat_Vækstrate	3,31	16	1,621	5	1	2,629	-1,420	-,473	1,00	2	,000	1	1	,000	.	.	2,17	6	1,835	5	1	3,367	-1,115	1,095
Strat_WACC	3,00	16	1,506	5	1	2,267	-1,420	-,402	2,50	2	,707	3	2	,500	.	.	2,33	6	1,506	4	1	2,267	-2,829	,215

2. T-test DCF-modellen

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper
Hist_Omsætning	2,713	23	,012	,667	,16	1,18
Hist_Omkostninger	6,482	23	,000	1,125	,77	1,48
Hist_Arbejdskapital	3,599	23	,002	,875	,37	1,38
Hist_Afskrivninger	1,360	23	,187	,417	-,22	1,05
Hist_Anlægsomkostninger	2,172	23	,040	,583	,03	1,14
Hist_Vækstrate	-4,491	23	,000	-1,208	-1,76	-,65
Hist_WACC	-6,782	23	,000	-1,333	-1,74	-,93
Bench_Omsætning	,000	23	1,000	,000	-,48	,48
Bench_Omkostninger	,000	23	1,000	,000	-,47	,47
Bench_Arbejdskapital	-,816	23	,423	-,208	-,74	,32
Bench_Afskrivninger	-2,251	23	,034	-,542	-1,04	-,04
Bench_Anlægsomkostninger	-,840	23	,410	-,208	-,72	,30
Bench_Vækstrate	-1,181	23	,250	-,375	-1,03	,28
Bench_WACC	1,466	23	,156	,458	-,19	1,11
Strat_Omsætning	4,748	23	,000	1,167	,66	1,68
Strat_Omkostninger	3,225	23	,004	,875	,31	1,44
Strat_Arbejdskapital	-,405	23	,689	-,125	-,76	,51
Strat_Afskrivninger	-1,251	23	,224	-,375	-1,00	,25
Strat_Anlægsomkostninger	1,982	23	,060	,583	-,03	1,19
Strat_Vækstrate	-,470	23	,643	-,167	-,90	,57
Strat_WACC	-,707	23	,487	-,208	-,82	,40

3. Kolmogorov-Smirnov tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
Hist_Omsætning	24	1	5	,375	,042	-,375	1,837	,002
Hist_Omkostninger	24	3	5	,417	,292	-,417	2,041	,000
Hist_Arbejdskapital	24	1	5	,458	,042	-,458	2,245	,000
Hist_Afskrivninger	24	1	5	,333	,208	-,333	1,633	,010
Hist_Anlægsomkostninger	24	1	5	,375	,083	-,375	1,837	,002
Hist_Vækstrate	24	1	5	,667	,667	-,083	3,266	,000
Hist_WACC	24	1	4	,625	,625	-,042	3,062	,000
Bench_Omsætning	24	1	5	,250	,250	-,250	1,225	,100
Bench_Omkostninger	24	1	5	,250	,208	-,250	1,225	,100
Bench_Arbejdskapital	24	1	5	,250	,250	-,167	1,225	,100
Bench_Afskrivninger	24	1	5	,333	,333	-,042	1,633	,010
Bench_Anlægsomkostninger	24	1	5	,208	,208	-,125	1,021	,249
Bench_Vækstrate	24	1	5	,375	,375	-,167	1,837	,002
Bench_WACC	24	1	5	,333	,208	-,333	1,633	,010
Strat_Omsætning	24	1	5	,542	,083	-,542	2,654	,000
Strat_Omkostninger	24	1	5	,458	,125	-,458	2,245	,000
Strat_Arbejdskapital	24	1	5	,292	,292	-,167	1,429	,034
Strat_Afskrivninger	24	1	5	,333	,333	-,125	1,633	,010
Strat_Anlægsomkostninger	24	1	5	,375	,167	-,375	1,837	,002
Strat_Vækstrate	24	1	5	,417	,417	-,250	2,041	,000
Strat_WACC	24	1	5	,333	,333	-,167	1,633	,010

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis tests

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
Hist_Omsætning	,106	2	,949
Hist_Omkostninger	,242	2	,886
Hist_Arbejdskapital	5,300	2	,071
Hist_Afskrivninger	2,457	2	,293
Hist_Anlægsomkostninger	4,746	2	,093
Hist_Vækstrate	1,004	2	,605
Hist_WACC	,025	2	,988
Bench_Omsætning	1,951	2	,377
Bench_Omkostninger	1,732	2	,421
Bench_Arbejdskapital	6,210	2	,045
Bench_Afskrivninger	,887	2	,642
Bench_Anlægsomkostninger	2,474	2	,290
Bench_Vækstrate	5,028	2	,081
Bench_WACC	3,523	2	,172
Strat_Omsætning	1,184	2	,553
Strat_Omkostninger	1,383	2	,501
Strat_Arbejdskapital	3,373	2	,185
Strat_Afskrivninger	,599	2	,741
Strat_Anlægsomkostninger	7,516	2	,023
Strat_Vækstrate	4,258	2	,119
Strat_WACC	1,113	2	,573

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: Gruppe

5. Mann-Whitney U Test (1 vs. 2)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Hist_Omsætning	14,000	17,000	-,291	,771	,837[b]
Hist_Omkostninger	14,500	17,500	-,226	,821	,837[b]
Hist_Arbejdskapital	1,000	4,000	-2,201	,028	,026[b]
Hist_Afskrivninger	7,000	10,000	-1,298	,194	,261[b]
Hist_Anlægsomkostninger	3,000	6,000	-1,877	,060	,078[b]
Hist_Vækstrate	10,000	13,000	-1,006	,314	,471[b]
Hist_WACC	16,000	19,000	,000	1,000	1,000[b]
Bench_Omsætning	8,000	144,000	-1,207	,227	,327[b]
Bench_Omkostninger	7,500	10,500	-1,281	,200	,261[b]
Bench_Arbejdskapital	1,000	4,000	-2,236	,025	,026[b]
Bench_Afskrivninger	11,500	14,500	-,681	,496	,549[b]
Bench_Anlægsomkostninger	5,500	8,500	-1,518	,129	,157[b]
Bench_Vækstrate	3,000	6,000	-1,870	,061	,078[b]
Bench_WACC	5,500	8,500	-1,537	,124	,157[b]
Strat_Omsætning	13,500	149,500	-,379	,705	,732[b]
Strat_Omkostninger	14,000	17,000	-,293	,769	,837[b]
Strat_Arbejdskapital	3,000	6,000	-1,867	,062	,078[b]
Strat_Afskrivninger	11,500	14,500	-,647	,517	,549[b]
Strat_Anlægsomkostninger	4,500	7,500	-1,659	,097	,118[b]
Strat_Vækstrate	4,000	7,000	-1,746	,081	,118[b]
Strat_WACC	11,500	14,500	-,655	,513	,549[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (1 VS. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Hist_Omsætning	48,000	69,000	,000	1,000	1,000[b]
Hist_Omkostninger	42,000	63,000	-,471	,637	,693[b]
Hist_Arbejdskapital	47,500	68,500	-,039	,969	,971[b]
Hist_Afskrivninger	40,500	176,500	-,574	,566	,590[b]
Hist_Anlægsomkostninger	38,500	174,500	-,732	,464	,494[b]
Hist_Vækstrate	47,000	68,000	-,086	,932	,971[b]
Hist_WACC	46,000	182,000	-,172	,863	,914[b]
Bench_Omsætning	38,000	174,000	-,791	,429	,494[b]
Bench_Omkostninger	41,500	62,500	-,507	,612	,641[b]
Bench_Arbejdskapital	28,000	49,000	-1,542	,123	,154[b]
Bench_Afskrivninger	38,000	59,000	-,767	,443	,494[b]
Bench_Anlægsomkostninger	45,500	66,500	-,191	,848	,858[b]
Bench_Vækstrate	28,000	49,000	-1,513	,130	,154[b]
Bench_WACC	29,500	50,500	-1,422	,155	,178[b]
Strat_Omsætning	35,000	171,000	-1,056	,291	,367[b]
Strat_Omkostninger	33,000	169,000	-1,169	,242	,294[b]
Strat_Arbejdskapital	44,000	180,000	-,302	,763	,802[b]
Strat_Afskrivninger	42,000	63,000	-,455	,649	,693[b]
Strat_Anlægsomkostninger	21,000	157,000	-2,083	,037	,049[b]
Strat_Vækstrate	30,500	51,500	-1,344	,179	,203[b]
Strat_WACC	36,000	57,000	-,933	,351	,407[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (2 vs. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Hist_Omsætning	5,000	8,000	-,346	,729	,857[b]
Hist_Omkostninger	6,000	27,000	,000	1,000	1,000[b]
Hist_Arbejdskapital	,000	3,000	-2,062	,039	,071[b]
Hist_Afskrivninger	1,500	4,500	-1,557	,120	,143[b]
Hist_Anlægsomkostninger	,000	3,000	-2,062	,039	,071[b]
Hist_Vækstrate	4,000	7,000	-,873	,383	,643[b]
Hist_WACC	6,000	27,000	,000	1,000	1,000[b]
Bench_Omsætning	3,500	24,500	-,894	,371	,429[b]
Bench_Omkostninger	3,500	6,500	-,865	,387	,429[b]
Bench_Arbejdskapital	3,000	6,000	-1,155	,248	,429[b]
Bench_Afskrivninger	5,500	8,500	-,179	,858	,857[b]
Bench_Anlægsomkostninger	2,000	5,000	-1,366	,172	,286[b]
Bench_Vækstrate	4,000	7,000	-,882	,378	,643[b]
Bench_WACC	6,000	27,000	,000	1,000	1,000[b]
Strat_Omsætning	5,000	8,000	-,394	,693	,857[b]
Strat_Omkostninger	4,500	7,500	-,548	,584	,643[b]
Strat_Arbejdskapital	2,000	5,000	-1,461	,144	,286[b]
Strat_Afskrivninger	4,500	7,500	-,548	,584	,643[b]
Strat_Anlægsomkostninger	,000	3,000	-2,145	,032	,071[b]
Strat_Vækstrate	4,000	7,000	-,873	,383	,643[b]
Strat_WACC	5,500	26,500	-,173	,863	,857[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 8: Spørgeskema spørgsmål 3B:

1. Deskriptiv statistik EVA-modellen – Total + gruppedelt.
2. T-test EVA-modellen
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik EVA-modellen – Total + gruppedelt.

	N		Mean	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
	Valid	Missing					
Hist_Omsætning	2	26	3,00	1,414	2,000	2	4
Hist_Omkostninger	2	26	3,50	,707	,500	3	4
Hist_Arbejdskapital	2	26	3,00	1,414	2,000	2	4
Hist_Afskrivninger	2	26	2,50	2,121	4,500	1	4
Hist_Anlægsomkostninger	2	26	3,00	1,414	2,000	2	4
Hist_Vækstrate	2	26	1,00	,000	,000	1	1
Hist_WACC	2	26	1,00	,000	,000	1	1
Bench_Omsætning	2	26	3,50	,707	,500	3	4
Bench_Omkostninger	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Bench_Arbejdskapital	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Bench_Afskrivninger	2	26	3,50	,707	,500	3	4
Bench_Anlægsomkostninger	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Bench_Vækstrate	2	26	3,50	2,121	4,500	2	5
Bench_WACC	2	26	4,50	,707	,500	4	5
Strat_Omsætning	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Strat_Omkostninger	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Strat_Arbejdskapital	2	26	3,00	1,414	2,000	2	4
Strat_Afskrivninger	2	26	3,00	1,414	2,000	2	4
Strat_Anlægsomkostninger	2	26	4,00	,000	,000	4	4
Strat_Vækstrate	2	26	4,50	,707	,500	4	5
Strat_WACC	2	26	4,00	,000	,000	4	4

	Gruppe								
	1								
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N
Hist_Omsætning	3,00	2	1,414	2	4	.	.	3,00	2
Hist_Omkostninger	3,50	2	,707	3	4	.	.	3,50	2
Hist_Arbejdskapital	3,00	2	1,414	2	4	.	.	3,00	2
Hist_Afskrivninger	2,50	2	2,121	1	4	.	.	2,50	2
Hist_Anlægsomkostninger	3,00	2	1,414	2	4	.	.	3,00	2
Hist_Vækstrate	1,00	2	,000	1	1	.	.	1,00	2
Hist_WACC	1,00	2	,000	1	1	.	.	1,00	2
Bench_Omsætning	3,50	2	,707	3	4	.	.	3,50	2
Bench_Omkostninger	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Bench_Arbejdskapital	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Bench_Afskrivninger	3,50	2	,707	3	4	.	.	3,50	2
Bench_Anlægsomkostninger	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Bench_Vækstrate	3,50	2	2,121	2	5	.	.	3,50	2
Bench_WACC	4,50	2	,707	4	5	.	.	4,50	2
Strat_Omsætning	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Strat_Omkostninger	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Strat_Arbejdskapital	3,00	2	1,414	2	4	.	.	3,00	2
Strat_Afskrivninger	3,00	2	1,414	2	4	.	.	3,00	2
Strat_Anlægsomkostninger	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2
Strat_Vækstrate	4,50	2	,707	4	5	.	.	4,50	2
Strat_WACC	4,00	2	,000	4	4	.	.	4,00	2

2. T-test EVA-modellen

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hist_Omsætning	,000	1	1,000	,000	-12,71	12,71
Hist_Omkostninger	1,000	1	,500	,500	-5,85	6,85
Hist_Arbejdskapital	,000	1	1,000	,000	-12,71	12,71
Hist_Afskrivninger	-,333	1	,795	-,500	-19,56	18,56
Hist_Anlægsomkostninger	,000	1	1,000	,000	-12,71	12,71
Bench_Omsætning	1,000	1	,500	,500	-5,85	6,85
Bench_Afskrivninger	1,000	1	,500	,500	-5,85	6,85
Bench_Vækstrate	,333	1	,795	,500	-18,56	19,56
Bench_WACC	3,000	1	,205	1,500	-4,85	7,85
Strat_Arbejdskapital	,000	1	1,000	,000	-12,71	12,71
Strat_Afskrivninger	,000	1	1,000	,000	-12,71	12,71
Strat_Vækstrate	3,000	1	,205	1,500	-4,85	7,85

3. Kolmogorov-Smirnov tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
Hist_Omsætning	2	2	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Hist_Omkostninger	2	3	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Hist_Arbejdskapital	2	2	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Hist_Afskrivninger	2	1	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Hist_Anlægsomkostninger	2	2	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Hist_Vækstrate	2	1[c]	1					
Hist_WACC	2	1[c]	1					
Bench_Omsætning	2	3	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Bench_Omkostninger	2	4[c]	4					
Bench_Arbejdskapital	2	4[c]	4					
Bench_Afskrivninger	2	3	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Bench_Anlægsomkostninger	2	4[c]	4					
Bench_Vækstrate	2	2	5	,500	,500	-,500	,707	,699
Bench_WACC	2	4	5	,500	,500	-,500	,707	,699
Strat_Omsætning	2	4[c]	4					
Strat_Omkostninger	2	4[c]	4					
Strat_Arbejdskapital	2	2	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Strat_Afskrivninger	2	2	4	,500	,500	-,500	,707	,699
Strat_Anlægsomkostninger	2	4[c]	4					
Strat_Vækstrate	2	4	5	,500	,500	-,500	,707	,699
Strat_WACC	2	4[c]	4					

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

c. The distribution has no variance for this variable. One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test cannot be performed.

4. Kruskal-Wallis tests

Testen kunne ikke gennemføres.

5. Mann-Whitney U Test

Testen kunne ikke gennemføres.

Bilag 9: Spørgeskema spørgsmål 4B:

1. Deskriptiv statistik multipler – total + gruppeopdelt
2. T-test multipler
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik multipler – total + gruppeopdelt

Statistics

	N										
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
Hist_Regnskab	20	8	3,30	1,261	1,589	-,109	,512	-1,252	,992	1	5
Bench_virksomheder	20	8	4,15	1,040	1,082	-,640	,512	-1,217	,992	2	5
Strat_analyse	20	8	3,85	1,309	1,713	-1,103	,512	,380	,992	1	5

Report

	Gruppe																			
	1							2							3					
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness
Hist_Regnskab	3,38	13	1,325	2	5	-1,874	,167	2,00	2	1,414	1	3	.	.	3,60	5	,894	2	4	5,000	-2,236
Bench_virksomheder	4,23	13	,927	3	5	-1,753	-,531	4,00	2	1,414	3	5	.	.	4,00	5	1,414	2	5	-1,750	-,884
Strat_analyse	3,54	13	1,450	1	5	-,582	-,768	5,00	2	,000	5	5	.	.	4,20	5	,837	3	5	-,612	-,512

2. T-tests multipler

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hist_Regnskab	1,064	19	,301	,300	-,29	,89
Bench_virksomheder	4,945	19	,000	1,150	,66	1,64
Strat_analyse	2,904	19	,009	,850	,24	1,46

3. Kolmogorov-Smirnov test – multipler

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
Hist_Regnskab	20	1	5	,250	,100	-,250	1,118	,164
Bench_virksomheder	20	2	5	,550	,050	-,550	2,460	,000
Strat_analyse	20	1	5	,450	,100	-,450	2,012	,001

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis test – Multipler

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
Hist_Regnskab	2,123	2	,346
Bench_virksomheder	,101	2	,951
Strat_analyse	3,056	2	,217

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable : Gruppe

5. Mann-Whitney U tests – multipler (1 vs 2)

Test Statistics[a]

	Hist_Regnskab	Bench_virksomheder	Strat_analyse
Mann-Whitney U	6,000	11,500	4,000
Wilcoxon W	9,000	14,500	95,000
Z	-1,228	-,283	-1,597
Asymp. Sig. (2-tailed)	,219	,777	,110
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,305[b]	,800[b]	,171[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests – multipler (1 vs 3)

Test Statistics[a]

	Hist_Regnskab	Bench_virksomheder	Strat_analyse
Mann-Whitney U	30,500	30,500	25,000
Wilcoxon W	121,500	45,500	116,000
Z	-,206	-,219	-,770
Asymp. Sig. (2-tailed)	,837	,826	,441
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,849[b]	,849[b]	,503[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests – multipler (2 vs 3)

Test Statistics[a]

	Hist_Regnskab	Bench_virksomheder	Strat_analyse
Mann-Whitney U	1,000	5,000	2,000
Wilcoxon W	4,000	20,000	17,000
Z	-1,709	,000	-1,296
Asymp. Sig. (2-tailed)	,087	1,000	,195
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,190[b]	1,000[b]	,381[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 10: Spørgeskema spørgsmål 5:

1. Deskriptiv statistik realoptioner – Total + gruppedelt.
2. T-test realoptioner
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik realoptioner – Total + gruppedelt.

	N		Mean	Std. Deviation	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
	Valid	Missing								
PESL(EL)_V	28	0	1,29	,897	3,359	,441	11,498	,858	1	5
PESL(EL)_H	28	0	1,11	,416	4,126	,441	17,401	,858	1	3
Porter's diamond_V	28	0	1,21	,833	4,126	,441	17,401	,858	1	5
Porter's diamond_H	28	0	1,18	,772	4,866	,441	24,423	,858	1	5
Porter's Five forces_V	28	0	1,54	1,347	2,221	,441	3,261	,858	1	5
Porter's Five forces_H	28	0	1,39	1,166	2,773	,441	6,298	,858	1	5
Værdikædeanalyse_V	28	0	1,68	1,492	1,824	,441	1,497	,858	1	5
Værdikædeanalyse_K	28	0	1,50	1,291	2,391	,441	4,243	,858	1	5
Livscyklusmodellen_V	28	0	1,43	1,103	2,423	,441	4,666	,858	1	5
Livscyklusmodellen_H	28	0	1,32	,983	3,058	,441	8,650	,858	1	5
Ansoff's Vækstmatrice_V	28	0	1,25	,928	3,650	,441	12,549	,858	1	5
Ansoff's Vækstmatrice_H	28	0	1,14	,525	3,520	,441	11,183	,858	1	3
BCG_matricen_V	28	0	1,32	,983	3,058	,441	8,650	,858	1	5
BCG_matricen_H	28	0	1,14	,525	3,520	,441	11,183	,858	1	3
SWOT_V	28	0	1,46	1,201	2,437	,441	4,646	,858	1	5
SWOT_H	28	0	1,36	1,096	3,030	,441	8,179	,858	1	5

	Gruppe																				
	1							2							3						
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness
PESL(EL)_V	1,50	16	1,155	1	5	5,314	2,375	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
PESL(EL)_H	1,19	16	,544	1	3	9,093	3,030	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Porter's diamond_V	1,38	16	1,088	1	5	9,093	3,030	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Porter's diamond_H	1,31	16	1,014	1	5	13,717	3,652	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Porter's Five forces_V	1,94	16	1,692	1	5	-,167	1,338	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Porter's Five forces_H	1,69	16	1,493	1	5	1,751	1,851	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Værdikædeanalyse_V	2,19	16	1,834	1	5	-1,215	,946	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Værdikædeanalyse_K	1,88	16	1,628	1	5	,473	1,500	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Livscyklusmodellen_V	1,75	16	1,390	1	5	,798	1,531	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Livscyklusmodellen_H	1,56	16	1,263	1	5	3,353	2,107	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Ansoff's Vækstmatrice_V	1,44	16	1,209	1	5	5,827	2,622	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
Ansoff's Vækstmatrice_H	1,25	16	,683	1	3	4,898	2,509	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
BCG_matricen_V	1,56	16	1,263	1	5	3,353	2,107	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
BCG_matricen_H	1,25	16	,683	1	3	4,898	2,509	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
SWOT_V	1,81	16	1,515	1	5	,763	1,544	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.
SWOT_H	1,63	16	1,408	1	5	3,005	2,082	1,00	5	,000	1	1	.	.	1,00	7	,000	1	1	.	.

2. T-test realoptioner

One-Sample Test

Test Value = 3

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
PESL(EL)_V	-10,115	27	,000	-1,714	-2,06	-1,37
PESL(EL)_H	-24,061	27	,000	-1,893	-2,05	-1,73
Porter's diamond_V	-11,350	27	,000	-1,786	-2,11	-1,46
Porter's diamond_H	-12,479	27	,000	-1,821	-2,12	-1,52
Porter's Five forces_V	-5,754	27	,000	-1,464	-1,99	-,94
Porter's Five forces_H	-7,296	27	,000	-1,607	-2,06	-1,16
Værdikædeanalyse_V	-4,686	27	,000	-1,321	-1,90	-,74
Værdikædeanalyse_K	-6,148	27	,000	-1,500	-2,00	-1,00
Livscyklusmodellen_V	-7,538	27	,000	-1,571	-2,00	-1,14
Livscyklusmodellen_H	-9,033	27	,000	-1,679	-2,06	-1,30
Ansoff's Vækstmatrice_V	-9,979	27	,000	-1,750	-2,11	-1,39
Ansoff's Vækstmatrice_H	-18,735	27	,000	-1,857	-2,06	-1,65
BCG_matricen_V	-9,033	27	,000	-1,679	-2,06	-1,30
BCG_matricen_H	-18,735	27	,000	-1,857	-2,06	-1,65
SWOT_V	-6,765	27	,000	-1,536	-2,00	-1,07
SWOT_H	-7,932	27	,000	-1,643	-2,07	-1,22

3. Kolmogorov-Smirnov tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
PESL(EL)_V	28	1	5	,893	,893	-,036	4,725	,000
PESL(EL)_H	28	1	3	,929	,929	-,036	4,914	,000
Porter's diamond_V	28	1	5	,929	,929	-,036	4,914	,000
Porter's diamond_H	28	1	5	,929	,929	-,036	4,914	,000
Porter's Five forces_V	28	1	5	,857	,857	-,107	4,536	,000
Porter's Five forces_H	28	1	5	,893	,893	-,071	4,725	,000
Værdikædeanalyse_V	28	1	5	,821	,821	-,143	4,347	,000
Værdikædeanalyse_K	28	1	5	,857	,857	-,107	4,536	,000
Livscyklusmodellen_V	28	1	5	,857	,857	-,036	4,536	,000
Livscyklusmodellen_H	28	1	5	,893	,893	-,036	4,725	,000
Ansoff's Vækstmatrice_V	28	1	5	,929	,929	-,036	4,914	,000
Ansoff's Vækstmatrice_H	28	1	3	,929	,929	-,071	4,914	,000
BCG_matricen_V	28	1	5	,893	,893	-,036	4,725	,000
BCG_matricen_H	28	1	3	,929	,929	-,071	4,914	,000
SWOT_V	28	1	5	,857	,857	-,071	4,536	,000
SWOT_H	28	1	5	,893	,893	-,071	4,725	,000

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis tests

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
PESL(EL)_V	2,423	2	,298
PESL(EL)_H	1,556	2	,459
Porter's diamond_V	1,556	2	,459
Porter's diamond_H	1,556	2	,459
Porter's Five forces_V	3,360	2	,186
Porter's Five forces_H	2,423	2	,298
Værdikædeanalyse_V	4,375	2	,112
Værdikædeanalyse_K	3,360	2	,186
Livscyklusmodellen_V	3,353	2	,187
Livscyklusmodellen_H	2,421	2	,298
Ansoff's Vækstmatrice_V	1,556	2	,459
Ansoff's Vækstmatrice_H	1,558	2	,459
BCG_matricen_V	2,421	2	,298
BCG_matricen_H	1,558	2	,459
SWOT_V	3,353	2	,187
SWOT_H	2,423	2	,298

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: Gruppe

5. Mann-Whitney U Test (1 Vs. 2)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
PESL(EL)_V	32,500	47,500	-1,018	,309	,548[b]
PESL(EL)_H	35,000	50,000	-,810	,418	,719[b]
Porter's diamond_V	35,000	50,000	-,810	,418	,719[b]
Porter's diamond_H	35,000	50,000	-,810	,418	,719[b]
Porter's Five forces_V	30,000	45,000	-1,208	,227	,445[b]
Porter's Five forces_H	32,500	47,500	-1,018	,309	,548[b]
Værdikædeanalyse_V	27,500	42,500	-1,389	,165	,313[b]
Værdikædeanalyse_K	30,000	45,000	-1,208	,227	,445[b]
Livscyklusmodellen_V	30,000	45,000	-1,205	,228	,445[b]
Livscyklusmodellen_H	32,500	47,500	-1,017	,309	,548[b]
Ansoff's Vækstmatrice_V	35,000	50,000	-,810	,418	,719[b]
Ansoff's Vækstmatrice_H	35,000	50,000	-,811	,417	,719[b]
BCG_matricen_V	32,500	47,500	-1,017	,309	,548[b]
BCG_matricen_H	35,000	50,000	-,811	,417	,719[b]
SWOT_V	30,000	45,000	-1,205	,228	,445[b]
SWOT_H	32,500	47,500	-1,018	,309	,548[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (1 Vs. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
PESL(EL)_V	45,500	73,500	-1,199	,231	,492[b]
PESL(EL)_H	49,000	77,000	-,956	,339	,671[b]
Porter's diamond_V	49,000	77,000	-,956	,339	,671[b]
Porter's diamond_H	49,000	77,000	-,956	,339	,671[b]
Porter's Five forces_V	42,000	70,000	-1,419	,156	,376[b]
Porter's Five forces_H	45,500	73,500	-1,199	,231	,492[b]
Værdikædeanalyse_V	38,500	66,500	-1,627	,104	,249[b]
Værdikædeanalyse_K	42,000	70,000	-1,419	,156	,376[b]
Livscyklusmodellen_V	42,000	70,000	-1,416	,157	,376[b]
Livscyklusmodellen_H	45,500	73,500	-1,198	,231	,492[b]
Ansoff's Vækstmatrice_V	49,000	77,000	-,956	,339	,671[b]
Ansoff's Vækstmatrice_H	49,000	77,000	-,957	,338	,671[b]
BCG_matricen_V	45,500	73,500	-1,198	,231	,492[b]
BCG_matricen_H	49,000	77,000	-,957	,338	,671[b]
SWOT_V	42,000	70,000	-1,416	,157	,376[b]
SWOT_H	45,500	73,500	-1,199	,231	,492[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (2 Vs. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
PESL(EL)_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
PESL(EL)_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Porter's diamond_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Porter's diamond_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Porter's Five forces_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Porter's Five forces_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Værdikædeanalyse_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Værdikædeanalyse_K	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Livscyklusmodellen_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Livscyklusmodellen_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Ansoff's Vækstmatrice_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
Ansoff's Vækstmatrice_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
BCG_matricen_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
BCG_matricen_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
SWOT_V	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]
SWOT_H	17,500	45,500	,000	1,000	1,000[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 11: Spørgeskema spørgsmål 6:

1. Deskriptiv statistik kvalitative faktorer – Total + gruppedelt.
2. T-test kvalitative faktorer
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik kvalitative faktorer – Total + gruppedelt.

Statistics

	N									
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
Tidligere regnskaber_V	28	0	3,64	1,311	-,654	,441	-,404	,858	1	5
Tidligere regnskaber_H	28	0	4,14	1,177	-1,469	,441	1,734	,858	1	5
Virksomhedens budgetter_V	28	0	4,68	,612	-1,798	,441	2,302	,858	3	5
Virksomhedens budgetter_H	28	0	4,68	,612	-1,798	,441	2,302	,858	3	5
Brancherapporter_V	28	0	4,07	,858	-1,661	,441	5,095	,858	1	5
Brancherapporter_H	28	0	4,25	,928	-1,741	,441	4,313	,858	1	5
Ledelsen track-record_V	28	0	3,75	1,323	-,640	,441	-,735	,858	1	5
Ledelsen track-record_H	28	0	3,89	1,257	-,868	,441	-,077	,858	1	5
Dialog med ledelsen_V	28	0	4,43	1,069	-1,955	,441	3,284	,858	1	5
Dialog med ledelsen_H	28	0	4,46	1,071	-2,044	,441	3,549	,858	1	5
Forretningsplan_V	28	0	4,36	,826	-1,204	,441	,981	,858	2	5
Forretningsplan_H	28	0	4,36	,826	-1,204	,441	,981	,858	2	5
Sammenlignelige selskaber_V	28	0	4,04	,838	-,070	,441	-1,582	,858	3	5
Sammenlignelige selskaber_H	28	0	4,14	,848	-,288	,441	-1,566	,858	3	5
Organisationens know-how_V	28	0	3,75	1,206	-,845	,441	,074	,858	1	5
Organisationens know-how_H	28	0	3,46	1,290	-,528	,441	-,623	,858	1	5
Dit personlige branchekendskab_V	28	0	3,39	1,133	-,701	,441	,293	,858	1	5
Dit personlige branchekendskab_H	28	0	3,50	1,291	-,723	,441	-,154	,858	1	5
Din personlige "gut-feeling"_V	28	0	3,82	1,124	-,634	,441	-,224	,858	1	5
Din personlige "gut-feeling"_H	28	0	3,86	1,177	-,730	,441	-,371	,858	1	5

Report

	Gruppe																		
	1							2							3				
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness
Tidligere regnskaber_V	3,80	15	1,014	2	5	-1,346	-,019	3,00	6	1,789	1	5	-1,875	,000	3,86	7	1,464	1	5	1,948	-1,448
Tidligere regnskaber_H	4,40	15	,828	3	5	-,785	-,941	3,50	6	1,517	1	5	,284	-,774	4,14	7	1,464	1	5	4,735	-2,122
Virksomhedens budgetter_V	4,67	15	,617	3	5	2,625	-1,792	4,67	6	,816	3	5	6,000	-2,449	4,71	7	,488	4	5	-,840	-1,230
Virksomhedens budgetter_H	4,60	15	,632	3	5	1,264	-1,407	4,67	6	,816	3	5	6,000	-2,449	4,86	7	,378	4	5	7,000	-2,646
Brancherapporter_V	4,13	15	,640	3	5	-,127	-,103	3,50	6	1,378	1	5	2,355	-1,375	4,43	7	,535	4	5	-2,800	,374
Brancherapporter_H	4,40	15	,632	3	5	-,385	-,547	3,33	6	1,366	1	5	1,339	-,889	4,71	7	,488	4	5	-,840	-1,230
Ledelsen track-record_V	3,40	15	1,352	1	5	-1,215	-,056	3,67	6	1,506	1	5	1,531	-1,270	4,57	7	,787	3	5	2,361	-1,760
Ledelsen track-record_H	3,67	15	1,291	1	5	-,666	-,426	3,83	6	1,602	1	5	1,240	-1,354	4,43	7	,787	3	5	,273	-1,115
Dialog med ledelsen_V	4,33	15	,976	2	5	,808	-1,320	4,00	6	1,673	1	5	1,429	-1,537	5,00	7	,000	5	5	.	.
Dialog med ledelsen_H	4,40	15	,986	2	5	1,146	-1,487	4,00	6	1,673	1	5	1,429	-1,537	5,00	7	,000	5	5	.	.
Forretningsplan_V	4,27	15	,961	2	5	,593	-1,172	4,50	6	,837	3	5	1,429	-1,537	4,43	7	,535	4	5	-2,800	,374
Forretningsplan_H	4,27	15	,961	2	5	,593	-1,172	4,33	6	,816	3	5	-,300	-,857	4,57	7	,535	4	5	-2,800	-,374
Sammenlignelige selskaber_V	4,13	15	,834	3	5	-1,499	-,274	3,50	6	,548	3	4	-3,333	,000	4,29	7	,951	3	5	-1,687	-,764
Sammenlignelige selskaber_H	4,27	15	,799	3	5	-1,132	-,555	3,33	6	,516	3	4	-1,875	,968	4,57	7	,787	3	5	2,361	-1,760
Organisationens know-how_V	3,73	15	1,223	1	5	,384	-1,035	3,67	6	1,506	1	5	1,531	-1,270	3,86	7	1,069	3	5	-2,800	,374
Organisationens know-how_H	3,33	15	1,397	1	5	-1,085	-,510	3,50	6	1,517	1	5	,284	-,774	3,71	7	,951	3	5	-1,687	,764
Dit personlige branchekendskab_V	3,40	15	1,056	1	5	,738	-,538	3,33	6	1,366	1	5	1,339	-,889	3,43	7	1,272	1	5	1,947	-1,137
Dit personlige branchekendskab_H	3,40	15	1,242	1	5	,233	-,640	3,50	6	1,517	1	5	,284	-,774	3,71	7	1,380	1	5	2,320	-1,424
Din personlige "gut-feeling"_V	3,40	15	1,183	1	5	-,205	-,024	4,33	6	,516	4	5	-1,875	,968	4,29	7	1,113	2	5	3,231	-1,784
Din personlige "gut-feeling"_H	3,67	15	1,291	1	5	-,666	-,426	4,00	6	1,095	2	5	2,500	-1,369	4,14	7	1,069	2	5	2,713	-1,520

2. T-test kvalitative faktorer

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tidligere regnskaber_V	2,594	27	,015	,643	,13	1,15
Tidligere regnskaber_H	5,136	27	,000	1,143	,69	1,60
Virksomhedens budgetter_V	14,517	27	,000	1,679	1,44	1,92
Virksomhedens budgetter_H	14,517	27	,000	1,679	1,44	1,92
Brancherapporter_V	6,611	27	,000	1,071	,74	1,40
Brancherapporter_H	7,128	27	,000	1,250	,89	1,61
Ledelsen track-record_V	3,000	27	,006	,750	,24	1,26
Ledelsen track-record_H	3,758	27	,001	,893	,41	1,38
Dialog med ledelsen_V	7,071	27	,000	1,429	1,01	1,84
Dialog med ledelsen_H	7,235	27	,000	1,464	1,05	1,88
Forretningsplan_V	8,692	27	,000	1,357	1,04	1,68
Forretningsplan_H	8,692	27	,000	1,357	1,04	1,68
Sammenlignelige selskaber_V	6,539	27	,000	1,036	,71	1,36
Sammenlignelige selskaber_H	7,129	27	,000	1,143	,81	1,47
Organisationens know-how_V	3,292	27	,003	,750	,28	1,22
Organisationens know-how_H	1,904	27	,068	,464	-,04	,96
Dit personlige branchekendskab_V	1,834	27	,078	,393	-,05	,83
Dit personlige branchekendskab_H	2,049	27	,050	,500	,00	1,00
Din personlige "gut-feeling"_V	3,867	27	,001	,821	,39	1,26
Din personlige "gut-feeling"_H	3,852	27	,001	,857	,40	1,31

3. Kolmogorov-Smirnov tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
Tidligere regnskaber_V	28	1	5	,357	,107	-,357	1,890	,002
Tidligere regnskaber_H	28	1	5	,536	,071	-,536	2,835	,000
Virksomhedens budgetter_V	28	3	5	,750	,071	-,750	3,969	,000
Virksomhedens budgetter_H	28	3	5	,750	,071	-,750	3,969	,000
Brancherapporter_V	28	1	5	,607	,036	-,607	3,213	,000
Brancherapporter_H	28	1	5	,607	,036	-,607	3,213	,000
Ledelsen track-record_V	28	1	5	,429	,071	-,429	2,268	,000
Ledelsen track-record_H	28	1	5	,464	,071	-,464	2,457	,000
Dialog med ledelsen_V	28	1	5	,714	,036	-,714	3,780	,000
Dialog med ledelsen_H	28	1	5	,750	,036	-,750	3,969	,000
Forretningsplan_V	28	2	5	,536	,036	-,536	2,835	,000
Forretningsplan_H	28	2	5	,536	,036	-,536	2,835	,000
Sammenlignelige selskaber_V	28	3	5	,357	,321	-,357	1,890	,002
Sammenlignelige selskaber_H	28	3	5	,429	,286	-,429	2,268	,000
Organisationens know-how_V	28	1	5	,393	,071	-,393	2,079	,000
Organisationens know-how_H	28	1	5	,286	,107	-,286	1,512	,021
Dit personlige branchekendskab_V	28	1	5	,357	,107	-,357	1,890	,002
Dit personlige branchekendskab_H	28	1	5	,357	,143	-,357	1,890	,002
Din personlige "gut-feeling"_V	28	1	5	,393	,036	-,393	2,079	,000
Din personlige "gut-feeling"_H	28	1	5	,393	,036	-,393	2,079	,000

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis tests

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
Tidligere regnskaber_V	1,243	2	,537
Tidligere regnskaber_H	2,015	2	,365
Virksomhedens budgetter_V	,111	2	,946
Virksomhedens budgetter_H	1,015	2	,602
Brancherapporter_V	2,670	2	,263
Brancherapporter_H	6,388	2	,041
Ledelsen track-record_V	3,920	2	,141
Ledelsen track-record_H	1,642	2	,440
Dialog med ledelsen_V	3,482	2	,175
Dialog med ledelsen_H	2,981	2	,225
Forretningsplan_V	,313	2	,855
Forretningsplan_H	,313	2	,855
Sammenlignelige selskaber_V	3,341	2	,188
Sammenlignelige selskaber_H	7,623	2	,022
Organisationens know-how_V	,001	2	1,000
Organisationens know-how_H	,172	2	,918
Dit personlige branchekendskab_V	,065	2	,968
Dit personlige branchekendskab_H	,553	2	,759
Din personlige "gut-feeling"_V	4,693	2	,096
Din personlige "gut-feeling"_H	,698	2	,706

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: Gruppe

5. Mann-Whitney U Test (1 Vs. 2)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Tidligere regnskaber_V	33,000	54,000	-,982	,326	,381[b]
Tidligere regnskaber_H	28,500	49,500	-1,403	,160	,205[b]
Virksomhedens budgetter_V	42,000	162,000	-,313	,754	,850[b]
Virksomhedens budgetter_H	39,500	159,500	-,540	,589	,677[b]
Brancherapporter_V	33,500	54,500	-1,002	,316	,381[b]
Brancherapporter_H	21,500	42,500	-1,967	,049	,066[b]
Ledelsen track-record_V	39,000	159,000	-,483	,629	,677[b]
Ledelsen track-record_H	40,000	160,000	-,414	,679	,733[b]
Dialog med ledelsen_V	44,000	65,000	-,089	,929	,970[b]
Dialog med ledelsen_H	42,000	63,000	-,279	,780	,850[b]
Forretningsplan_V	39,000	159,000	-,523	,601	,677[b]
Forretningsplan_H	45,000	66,000	,000	1,000	1,000[b]
Sammenlignelige selskaber_V	25,500	46,500	-1,612	,107	,132[b]
Sammenlignelige selskaber_H	17,000	38,000	-2,309	,021	,029[b]
Organisationens know-how_V	45,000	66,000	,000	1,000	1,000[b]
Organisationens know-how_H	42,000	162,000	-,241	,810	,850[b]
Dit personlige branchekendskab_V	44,500	164,500	-,041	,967	,970[b]
Dit personlige branchekendskab_H	42,000	162,000	-,244	,807	,850[b]
Din personlige "gut-feeling"_V	22,000	142,000	-1,877	,060	,080[b]
Din personlige "gut-feeling"_H	39,000	159,000	-,488	,625	,677[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (1 Vs. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Tidligere regnskaber_V	46,500	166,500	-,443	,657	,680[b]
Tidligere regnskaber_H	51,000	79,000	-,120	,905	,945[b]
Virksomhedens budgetter_V	52,500	80,500	,000	1,000	1,000[b]
Virksomhedens budgetter_H	42,000	162,000	-,952	,341	,490[b]
Brancherapporter_V	40,000	160,000	-1,009	,313	,407[b]
Brancherapporter_H	38,500	158,500	-1,124	,261	,332[b]
Ledelsen track-record_V	26,500	146,500	-1,949	,051	,066[b]
Ledelsen track-record_H	35,000	155,000	-1,320	,187	,237[b]
Dialog med ledelsen_V	31,500	151,500	-1,890	,059	,142[b]
Dialog med ledelsen_H	35,000	155,000	-1,682	,093	,237[b]
Forretningsplan_V	52,000	172,000	-,039	,969	1,000[b]
Forretningsplan_H	46,000	166,000	-,510	,610	,680[b]
Sammenlignelige selskaber_V	46,500	166,500	-,454	,650	,680[b]
Sammenlignelige selskaber_H	40,500	160,500	-,938	,348	,407[b]
Organisationens know-how_V	52,000	172,000	-,037	,971	1,000[b]
Organisationens know-how_H	47,000	167,000	-,399	,690	,731[b]
Dit personlige branchekendskab_V	49,000	169,000	-,260	,795	,837[b]
Dit personlige branchekendskab_H	42,000	162,000	-,770	,441	,490[b]
Din personlige "gut-feeling"_V	30,500	150,500	-1,633	,103	,123[b]
Din personlige "gut-feeling"_H	42,000	162,000	-,777	,437	,490[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U Test (2 Vs. 3)

Test Statistics[a]

	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]
Tidligere regnskaber_V	15,000	36,000	-,893	,372	,445[b]
Tidligere regnskaber_H	14,500	35,500	-,986	,324	,366[b]
Virksomhedens budgetter_V	19,500	47,500	-,291	,771	,836[b]
Virksomhedens budgetter_H	20,000	41,000	-,227	,820	,945[b]
Brancherapporter_V	11,500	32,500	-1,500	,134	,181[b]
Brancherapporter_H	6,500	27,500	-2,216	,027	,035[b]
Ledelsen track-record_V	12,500	33,500	-1,331	,183	,234[b]
Ledelsen track-record_H	17,500	38,500	-,548	,584	,628[b]
Dialog med ledelsen_V	14,000	35,000	-1,590	,112	,366[b]
Dialog med ledelsen_H	14,000	35,000	-1,590	,112	,366[b]
Forretningsplan_V	18,000	46,000	-,482	,630	,731[b]
Forretningsplan_H	18,000	39,000	-,482	,630	,731[b]
Sammenlignelige selskaber_V	10,500	31,500	-1,590	,112	,138[b]
Sammenlignelige selskaber_H	5,000	26,000	-2,438	,015	,022[b]
Organisationens know-how_V	21,000	49,000	,000	1,000	1,000[b]
Organisationens know-how_H	20,500	41,500	-,076	,939	,945[b]
Dit personlige branchekendskab_V	20,000	41,000	-,150	,881	,945[b]
Dit personlige branchekendskab_H	19,000	40,000	-,296	,767	,836[b]
Din personlige "gut-feeling"_V	18,000	39,000	-,477	,633	,731[b]
Din personlige "gut-feeling"_H	19,000	40,000	-,311	,756	,836[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 12: Spørgeskema spørgsmål 7:

1. Deskriptiv statistik strategiske analysemodeller – Total + gruppedelt.
2. T-test – Strategiske analysemodeller
3. Kolmogorov-Smirnov tests
4. Kruskal-Wallis tests
5. Mann-Whitney U Test

1. Deskriptiv statistik Strategiske analysemodeller – total + gruppeopdelt

Statistics

	N										
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
PESL(EL)_V	28	0	3,39	1,571	2,470	-,342	,441	-1,446	,858	1	5
PESL(EL)_H	28	0	3,39	1,595	2,544	-,350	,441	-1,529	,858	1	5
Porter's diamond_V	28	0	2,54	1,551	2,406	,537	,441	-1,102	,858	1	5
Porter's diamond_H	28	0	2,39	1,595	2,544	,711	,441	-1,026	,858	1	5
Porter's Five forces_V	28	0	4,00	1,305	1,704	-1,076	,441	,047	,858	1	5
Porter's Five forces_H	28	0	3,71	1,357	1,841	-,778	,441	-,475	,858	1	5
Værdikædeanalyse_V	28	0	3,82	1,565	2,448	-,993	,441	-,600	,858	1	5
Værdikædeanalyse_K	28	0	3,71	1,630	2,656	-,883	,441	-,918	,858	1	5
Livscyklusmodellen_V	28	0	3,11	1,423	2,025	-,202	,441	-1,091	,858	1	5
Livscyklusmodellen_H	28	0	3,00	1,491	2,222	-,072	,441	-1,341	,858	1	5
Ansoff's Vækstmatrice_V	28	0	2,96	1,503	2,258	,065	,441	-1,283	,858	1	5
Ansoff's Vækstmatrice_H	28	0	2,82	1,541	2,374	,256	,441	-1,317	,858	1	5
BCG_matricen_V	28	0	2,89	1,449	2,099	,121	,441	-1,128	,858	1	5
BCG_matricen_H	28	0	2,82	1,517	2,300	,188	,441	-1,346	,858	1	5
SWOT_V	28	0	3,71	1,410	1,989	-,729	,441	-,759	,858	1	5
SWOT_H	28	0	3,64	1,471	2,164	-,753	,441	-,846	,858	1	5

Report

	Gruppe																			
	1							2							3					
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness
PESL(EL)_V	3,31	16	1,580	1	5	-1,459	-,243	2,60	5	1,817	1	5	-2,231	,567	4,14	7	1,215	2	5	-,057	-1,147
PESL(EL)_H	3,44	16	1,672	1	5	-1,661	-,414	2,60	5	1,817	1	5	-2,231	,567	3,86	7	1,215	2	5	-1,525	-,414
Porter's diamond_V	2,50	16	1,506	1	5	-,839	,603	2,40	5	1,673	1	5	,536	1,089	2,71	7	1,799	1	5	-1,817	,353
Porter's diamond_H	2,38	16	1,708	1	5	-1,145	,794	2,40	5	1,673	1	5	,536	1,089	2,43	7	1,512	1	5	-,350	,595
Porter's Five forces_V	4,06	16	1,340	1	5	-,036	-1,078	3,20	5	1,643	1	5	-1,687	-,518	4,43	7	,787	3	5	,273	-1,115
Porter's Five forces_H	3,69	16	1,448	1	5	-,666	-,729	3,20	5	1,643	1	5	-1,687	-,518	4,14	7	,900	3	5	-1,817	-,353
Værdikædeanalyse_V	4,00	16	1,633	1	5	-,122	-1,260	2,40	5	1,517	1	4	-3,081	,315	4,43	7	,787	3	5	,273	-1,115
Værdikædeanalyse_K	3,94	16	1,769	1	5	-,536	-1,214	2,40	5	1,517	1	4	-3,081	,315	4,14	7	,900	3	5	-1,817	-,353
Livscyklusmodellen_V	3,31	16	1,448	1	5	-,939	-,476	3,00	5	1,581	1	5	-1,200	,000	2,71	7	1,380	1	5	,336	,174
Livscyklusmodellen_H	3,13	16	1,586	1	5	-1,561	-,233	3,40	5	1,817	1	5	-2,231	-,567	2,43	7	,976	1	3	-,840	-1,230
Ansoff's Vækstmatrice_V	2,94	16	1,526	1	5	-1,292	,119	2,60	5	1,817	1	5	-2,231	,567	3,29	7	1,380	1	5	,336	-,174
Ansoff's Vækstmatrice_H	2,75	16	1,612	1	5	-1,457	,354	2,80	5	2,049	1	5	-3,163	,441	3,00	7	1,155	1	5	3,000	,000
BCG_matricen_V	2,63	16	1,544	1	5	-1,234	,353	3,20	5	1,789	1	5	-2,324	-,052	3,29	7	,951	2	5	1,245	,863
BCG_matricen_H	2,63	16	1,746	1	5	-1,743	,405	3,20	5	1,789	1	5	-2,324	-,052	3,00	7	,577	2	4	3,000	,000
SWOT_V	3,50	16	1,414	1	5	-,869	-,566	3,20	5	1,789	1	5	-2,324	-,052	4,57	7	,787	3	5	2,361	-1,760
SWOT_H	3,50	16	1,549	1	5	-1,062	-,738	3,20	5	1,789	1	5	-2,324	-,052	4,29	7	,951	3	5	-1,687	-,764

2. T-tests multipler

One-Sample Test

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper
PESL(EL)_V	1,323	27	,197	,393	-,22	1,00
PESL(EL)_H	1,303	27	,203	,393	-,23	1,01
Porter's diamond_V	-1,584	27	,125	-,464	-1,07	,14
Porter's diamond_H	-2,014	27	,054	-,607	-1,23	,01
Porter's Five forces_V	4,054	27	,000	1,000	,49	1,51
Porter's Five forces_H	2,785	27	,010	,714	,19	1,24
Værdikædeanalyse_V	2,778	27	,010	,821	,21	1,43
Værdikædeanalyse_K	2,319	27	,028	,714	,08	1,35
Livscyklusmodellen_V	,398	27	,693	,107	-,44	,66
Livscyklusmodellen_H	,000	27	1,000	,000	-,58	,58
Ansoff's Vækstmatrice_V	-,126	27	,901	-,036	-,62	,55
Ansoff's Vækstmatrice_H	-,613	27	,545	-,179	-,78	,42
BCG_matricen_V	-,391	27	,699	-,107	-,67	,45
BCG_matricen_H	-,623	27	,538	-,179	-,77	,41
SWOT_V	2,680	27	,012	,714	,17	1,26
SWOT_H	2,312	27	,029	,643	,07	1,21

3. Kolmogorov-Smirnov test – Strategiske analyser

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	N	Uniform Parameters[a,b]		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Minimum	Maximum	Absolute	Positive	Negative		
PESL(EL)_V	28	1	5	,393	,179	-,393	2,079	,000
PESL(EL)_H	28	1	5	,393	,179	-,393	2,079	,000
Porter's diamond_V	28	1	5	,393	,393	-,214	2,079	,000
Porter's diamond_H	28	1	5	,464	,464	-,214	2,457	,000
Porter's Five forces_V	28	1	5	,536	,071	-,536	2,835	,000
Porter's Five forces_H	28	1	5	,393	,107	-,393	2,079	,000
Værdikædeanalyse_V	28	1	5	,536	,179	-,536	2,835	,000
Værdikædeanalyse_K	28	1	5	,500	,214	-,500	2,646	,000
Livscyklusmodellen_V	28	1	5	,214	,214	-,214	1,134	,153
Livscyklusmodellen_H	28	1	5	,250	,250	-,214	1,323	,060
Ansoff's Vækstmatrice_V	28	1	5	,250	,250	-,250	1,323	,060
Ansoff's Vækstmatrice_H	28	1	5	,286	,286	-,250	1,512	,021
BCG_matricen_V	28	1	5	,250	,250	-,214	1,323	,060
BCG_matricen_H	28	1	5	,286	,286	-,214	1,512	,021
SWOT_V	28	1	5	,429	,107	-,429	2,268	,000
SWOT_H	28	1	5	,393	,143	-,393	2,079	,000

a. Test distribution is Uniform.

b. Calculated from data.

4. Kruskal-Wallis test – Strategiske analyser

Test Statistics[a,b]

	Kruskal-Wallis H	df	Asymp. Sig.
PESL(EL)_V	2,857	2	,240
PESL(EL)_H	1,817	2	,403
Porter's diamond_V	,088	2	,957
Porter's diamond_H	,063	2	,969
Porter's Five forces_V	2,475	2	,290
Porter's Five forces_H	1,049	2	,592
Værdikædeanalyse_V	6,058	2	,048
Værdikædeanalyse_K	5,128	2	,077
Livscyklusmodellen_V	1,068	2	,586
Livscyklusmodellen_H	1,773	2	,412
Ansoff's Vækstmatrice_V	,675	2	,714
Ansoff's Vækstmatrice_H	,333	2	,847
BCG_matricen_V	1,324	2	,516
BCG_matricen_H	,874	2	,646
SWOT_V	3,631	2	,163
SWOT_H	1,606	2	,448

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: Gruppe

5. Mann-Whitney U tests – Strategiske Analyser (1 vs 2)

Test Statistics[a]

	PESL(EL)_V	PESL(EL)_H	Porter's diamond_V	Porter's diamond_H	Porter's Five forces_V	Porter's Five forces_H	Værdikædeanalyse_V	Værdikædeanalyse_K	Livscyklusmodellen_V	Livscyklusmodellen_H	Ansoff's Vækstmatrice_V	Ansoff's Vækstmatrice_H	BCG_matrice n_V	BCG_matrice n_H	SWOT_V	SWOT_H
Mann-Whitney U	29,500	28,000	38,000	38,000	25,000	32,000	16,000	17,000	35,000	35,000	34,500	39,500	32,000	31,000	36,500	37,500
Wilcoxon W	44,500	43,000	53,000	174,000	40,000	47,000	31,000	32,000	50,000	171,000	49,500	54,500	168,000	167,000	51,500	52,500
Z	-,894	-1,031	-,173	-,177	-1,344	-,685	-2,159	-2,082	-,423	-,424	-,466	-,043	-,686	-,775	-,297	-,214
Asymp. Sig. (2-tailed)	,371	,302	,863	,860	,179	,493	,031	,037	,672	,672	,641	,966	,493	,438	,766	,831
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,398[b]	,354[b]	,905[b]	,905[b]	,240[b]	,548[b]	,050[b]	,062[b]	,719[b]	,719[b]	,660[b]	,968[b]	,548[b]	,495[b]	,780[b]	,842[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests – Strategiske analyser (1 vs 3)

Test Statistics[a]

	PESL(EL)_V	PESL(EL)_H	Porter's diamond_V	Porter's diamond_H	Porter's Five forces_V	Porter's Five forces_H	Værdikædeanalyse_V	Værdikædeanalyse_K	Livscyklusmodellen_V	Livscyklusmodellen_H	Ansoff's Vækstmatrice_V	Ansoff's Vækstmatrice_H	BCG_matrice n_V	BCG_matrice n_H	SWOT_V	SWOT_H
Mann-Whitney U	39,500	49,000	53,000	53,000	52,000	48,500	56,000	48,500	41,000	39,000	48,000	48,000	40,500	45,500	30,000	40,000
Wilcoxon W	175,500	185,000	189,000	189,000	188,000	184,500	84,000	76,500	69,000	67,000	184,000	184,000	176,500	181,500	166,000	176,000
Z	-1,159	-,491	-,211	-,215	-,306	-,529	,000	-,572	-1,037	-1,169	-,559	-,554	-1,081	-,721	-1,828	-1,121
Asymp. Sig. (2-tailed)	,246	,623	,833	,830	,760	,596	1,000	,567	,300	,243	,576	,579	,280	,471	,067	,262
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,278[b]	,671[b]	,871[b]	,871[b]	,820[b]	,624[b]	1,000[b]	,624[b]	,341[b]	,278[b]	,624[b]	,624[b]	,308[b]	,492[b]	,089[b]	,308[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Mann-Whitney U tests – Strategiske Analyser (2 vs 3)

Test Statistics[a]

	PESL(EL)_V	PESL(EL)_H	Porter's diamond_V	Porter's diamond_H	Porter's Five forces_V	Porter's Five forces_H	Værdikædeanalyse_V	Værdikædeanalyse_K	Livscyklusmodellen_V	Livscyklusmodellen_H	Ansoff's Vækstmatrice_V	Ansoff's Vækstmatrice_H	BCG_matrice n_V	BCG_matrice n_H	SWOT_V	SWOT_H
Mann-Whitney U	8,000	9,500	16,000	17,000	9,000	11,500	4,000	6,000	15,500	11,000	13,000	15,000	16,500	17,000	9,500	11,000
Wilcoxon W	23,000	24,500	31,000	32,000	24,000	26,500	19,000	21,000	43,500	39,000	28,000	30,000	31,500	45,000	24,500	26,000
Z	-1,609	-1,332	-,256	-,086	-1,459	-1,012	-2,278	-1,922	-,340	-1,105	-,755	-,427	-,170	-,087	-1,452	-1,136
Asymp. Sig. (2-tailed)	,108	,183	,798	,931	,145	,311	,023	,055	,734	,269	,450	,669	,865	,931	,147	,256
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,149[b]	,202[b]	,876[b]	1,000[b]	,202[b]	,343[b]	,030[b]	,073[b]	,755[b]	,343[b]	,530[b]	,755[b]	,876[b]	1,000[b]	,202[b]	,343[b]

a. Grouping Variable: Gruppe

b. Not corrected for ties.

Bilag 13: Spørgeskema spørgsmål 8:

1. Strategiske analysemodeller

1. Strategiske analysemodeller

Strategiske analysemodellers output					
		Venture kapitalfonde	Finansiel rådgivere	Private equity	Total
PESTEL	Omsætning	1	12	3	16
	Omkostninger	1	6	2	9
	Arbejdskapital	0	1	1	2
	Driftslikviditet	0	1	1	2
	Afskrivninger	0	1	1	2
	Investeret kapital	1	2	2	5
	Anlægsinvesteringer	0	3	2	5
	Vækstrate	1	11	4	16
	WACC	0	6	2	8
Porter's Diamond	Omsætning	0	4	0	4
	Omkostninger	1	7	1	9
	Arbejdskapital	0	1	0	1
	Driftslikviditet	0	1	0	1
	Afskrivninger	1	3	1	5
	Investeret kapital	1	3	1	5
	Anlægsinvesteringer	2	3	2	7
	Vækstrate	0	3	0	3
	WACC	0	2	0	2
Porter's Five Forces	Omsætning	2	13	4	19
	Omkostninger	2	9	4	15
	Arbejdskapital	0	5	2	7
	Driftslikviditet	0	4	2	6
	Afskrivninger	0	2	1	3
	Investeret kapital	1	4	1	6
	Anlægsinvesteringer	1	6	3	10
	Vækstrate	1	8	2	11
	WACC	1	7	1	9
Værdikædeanalyse	Omsætning	1	10	2	13
	Omkostninger	1	11	3	15
	Arbejdskapital	0	7	1	8
	Driftslikviditet	0	7	1	8
	Afskrivninger	0	6	1	7
	Investeret kapital	0	7	1	8
	Anlægsinvesteringer	0	7	1	8
	Vækstrate	0	6	1	7
	WACC	0	5	1	6
Livscyklusmodellen	Omsætning	2	9	1	12
	Omkostninger	1	4	0	5
	Arbejdskapital	0	4	0	4
	Driftslikviditet	0	2	0	2
	Afskrivninger	0	5	1	6
	Investeret kapital	1	5	0	6
	Anlægsinvesteringer	0	5	1	6
	Vækstrate	0	6	0	6
	WACC	0	6	1	7
Ansoff's vækstmatrice	Omsætning	1	10	2	13
	Omkostninger	1	6	2	9
	Arbejdskapital	0	4	1	5
	Driftslikviditet	0	2	1	3
	Afskrivninger	0	3	2	5
	Investeret kapital	0	4	1	5
	Anlægsinvesteringer	0	6	2	8
	Vækstrate	0	3	1	4
	WACC	0	4	2	6
BCG matrice	Omsætning	1	7	2	10
	Omkostninger	1	5	1	7
	Arbejdskapital	0	2	0	2
	Driftslikviditet	0	1	0	1
	Afskrivninger	0	3	1	4
	Investeret kapital	0	3	0	3
	Anlægsinvesteringer	0	4	1	5
	Vækstrate	0	3	0	3
	WACC	0	5	1	6
SWOT	Omsætning	2	11	4	17
	Omkostninger	1	11	3	15
	Arbejdskapital	0	5	2	7
	Driftslikviditet	0	4	2	6
	Afskrivninger	0	4	2	6
	Investeret kapital	0	6	3	9
	Anlægsinvesteringer	0	7	3	10
	Vækstrate	1	7	2	10
	WACC	0	9	2	11

Bilag 14: Spørgeskema spørgsmål 9 + 10:

1. Deskriptiv statistik – total + gruppeopdelt
2. T-tests spørgsmål 9 – 10
3. Chi2 test
4. Værdiansættelsesmodeller – output
5. Strategiske analysemodeller - output

1. Deskriptiv statistik – total + gruppeopdelt

Statistics

	N										
	Valid	Missing	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Std. Error of Skewness	Kurtosis	Std. Error of Kurtosis	Minimum	Maximum
Værdiansættelsesmodel	28	0	,57	,504	,254	-,305	,441	-2,060	,858	0	1
Strategiske analysemodel	28	0	,46	,508	,258	,151	,441	-2,135	,858	0	1
Kvantitative faktor	28	0	,61	,497	,247	-,464	,441	-1,928	,858	0	1
Kvalitative faktor	28	0	,39	,497	,247	,464	,441	-1,928	,858	0	1

Report

	Gruppe																			
	1							2							3					
	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness	Mean	N	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Kurtosis	Skewness
Værdiansættelsesmodel	,63	16	,500	0	1	-1,934	-,571	,60	5	,548	0	1	-3,333	-,609	,43	7	,535	0	1	-2,800	,374
Strategiske analysemodel	,38	16	,500	0	1	-1,934	,571	,40	5	,548	0	1	-3,333	,609	,71	7	,488	0	1	-,840	-1,230
Kvantitative faktor	,75	16	,447	0	1	-,440	-1,278	,40	5	,548	0	1	-3,333	,609	,43	7	,535	0	1	-2,800	,374
Kvalitative faktor	,25	16	,447	0	1	-,440	1,278	,60	5	,548	0	1	-3,333	-,609	,57	7	,535	0	1	-2,800	-,374

2. T-tests spørgsmål 9 – 10

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Værdiansættelsesmodel	Group 1	0	12	,43	,50	,572
	Group 2	1	16	,57		
	Total		28	1,00		
Strategiske analysemodel	Group 1	1	13	,46	,50	,851
	Group 2	0	15	,54		
	Total		28	1,00		
Kvantitative faktor	Group 1	0	11	,39	,50	,345
	Group 2	1	17	,61		
	Total		28	1,00		
Kvalitative faktor	Group 1	1	11	,39	,50	,345
	Group 2	0	17	,61		
	Total		28	1,00		

3. Chi2 test

	Venture Kapitalfonde		Finansielle rådgivere		Private Equity		
	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	SUM
For alle tre grupper							
Værdiansættelsesmodel	3	2,86	10	8,6	3	4,6	16
Strategiske analysemodeller	2	2,14	5	6,4	5	3,4	12
Sum	5		15		8		28
(1 vs. 2)							
Værdiansættelsesmodel	3	3,3	10	9,8		0,0	13
Strategiske analysemodeller	2	1,8	5	5,3		0,0	7
Sum	5		15		0		20
(1 vs. 3)							
Værdiansættelsesmodel		0,0	10	8,47826087	3	4,5	13
Strategiske analysemodeller		0,0	5	6,52173913	5	3,5	10
Sum	0		15		8		23
(2 vs. 3)							
Værdiansættelsesmodel	3	2,3		0,0	3	3,7	6
Strategiske analysemodeller	2	2,7		0,0	5	4,3	7
Sum	5		0		8		13

	Chi2	P-værdi	df	Kritisk værdi (95 %)
Total	1,833	0,40	2	5,99
Venture kapitalfonde vs. Finansielle rådgivere	0,073	0,79	1	3,84
Finansielle rådgivere vs. private equity	1,806	0,18	1	3,84
Venture kapitalfonde vs. private equity	0,627	0,43	1	3,84

	Venture Kapitalfonde		Finansielle rådgivere		Private Equity		
	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	Observeret værdi	Forv. Værdi	SUM
For alle tre grupper							
Kvantitative faktorer	2	3,04	12	9,7	3	4,3	17
Kvalitative faktorer	3	1,96	4	6,3	4	2,8	11
Sum	5		16		7		28
(1 vs. 2)							
Kvantitative faktorer	2	3,3	12	10,7		0,0	14
Kvalitative faktorer	3	1,7	4	5,3		0,0	7
Sum	5		16		0		21
(1 vs. 3)							
Kvantitative faktorer		0,0	12	10,4	3	4,6	15
Kvalitative faktorer		0,0	4	5,6	4	2,4	8
Sum	0		16		7		23
(2 vs. 3)							
Kvantitative faktorer	2	2,1		0,0	3	2,9	5
Kvalitative faktorer	3	2,9		0,0	4	4,1	7
Sum	5		0		7		12

	Chi2	P-værdi	df	Kritisk værdi (95 %)
Total	3,204	0,20	2	5,99
Venture kapitalfonde vs. Finansielle rådgivere	2,100	0,15	1	3,84
Finansielle rådgivere vs. private equity	2,218	0,14	1	3,84
Venture kapitalfonde vs. private equity	0,010	0,92	1	3,84

4. Værdiansættelsesmodeller – output:

Værdiansættelsesmodeller - totalpopulation				
	Gennemsnit	Std. Afv.	Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)*	Chi2-Test**
Værdiansættelsemodeller	0,57	0,50	0,57	0,40

Værdiansættelsesmodeller - Gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		Venture kapitalfonde		Private Equity	
	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.	Gennemsnit	Std. Afv.
Værdiansættelsemodeller	0,63	0,50	0,55	0,55	0,43	0,54

Værdiansættelsesmodeller - chi2-test for 2 uafhængig samples***			
	FR vs. VK	FR vs. PE	VK vs. PE
Værdiansættelsesmodeller	0,79	0,18	0,43

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .

* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare værdiansættelsesmodel og strategisk analysemodel

** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

*** Vi tester om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

5. Strategiske analysemodeller – Output

Strategiske analysemodeller - totalpopulation						
	Gennemsnit	**Std. Afv.**	**Binomial test (Asymp. Sig. 2-tailed)***	**Chi2-Test****		
Strategiske analysemodeller	0,46	0,51	0,85	0,40		
Strategiske analysemodeller - Gruppeopdelt						
	Finansielle rådgivere		**Venture kapitalfonde**		**Private Equity**	
	Gennemsnit	**Std. Afv.**	**Gennemsnit**	**Std. Afv.**	**Gennemsnit**	**Std. Afv.**
Strategiske analysemodeller	0,38	0,50	0,40	0,55	0,71	0,49
Strategiske analysemodeller - chi2-test for 2 uafhængig samples***						
	FR vs. VK	**FR vs. PE**	**VK vs. PE**			
Strategiske analysemodeller	0,79	0,18	0,43			

Alle tal er baseret på respondenternes svar på en skala fra 0-1 .

* Undersøger om respondenterne er ligeligt fordelt mellem at svare værdiansættelsesmodel og strategisk analysemodel

** Vi undersøger om respondenterne i respondentgrupperne stammer fra en og samme totalpopulation, eller om der kan identificeres forskelle grupperne imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

*** Vi tester om respondenterne i 2 respondentgrupper stammer fra en og samme population, eller om der kan identificeres forskelle de to grupper imellem, altså om der forekommer gruppedannelser

Bilag 15: Interviews:

Transskribering af CF1

Hvordan vil du karakterisere værdiansættelse af en vækstvirksomhed komparativt til en traditionel værdiansættelse?

Det der kendetegner en vækstvirksomhed er eller i hvert fald værdiansættelse af en vækstvirksomhed – det er gerne at du kigger ind i et Forecast, som er noget mere usikker, fordi du har en forretning i dag, som om 3-4 år vil se helt anderledes ud i forhold til i dag. Hvis du nu har en stedy state virksomhed, så har du en god historik, du har forhåbentligt nogle konkrete måder, hvorpå du har drevet din virksomhed og har du også en strategi, som ikke afviger væsentligt fra kerneforretningen – alt andet lige. Der er nogle usikkerhedsparametre i en vækstvirksomhed. Det handler om markedsstørrelse, penetration, lønsomhed fordi du kommer gerne fra et stadie, hvor du måske ikke tjener penge frem mod break even om 3 år. Det handler om at forstå hele den dynamik, hvordan udvikling ser ud i de stadier, som man ser ind i .

Hvilke problemstillinger mener du umiddelbart der forekommer i relation til værdiansættelse af vækstvirksomheder?

Først og fremmest vil jeg sige, at det omhandle hvilke branche, som du er i, altså vækst kan komme indenfor mange forskellige brancher. Du kan have vækstvirksomheder indenfor tech du kan også have vækst virksomheder indenfor biotek. En valuation indenfor biotek er måske i højere grad knyttet op på forskellige scenarier. Der er forskellige fasesandsynligheder, som man skal igennem inden et produkt kan komme på markedet. Men et af den tankegang kan man godt bruge, når man kigger på værdiansættelse af almindelig tech-virksomheder. Man skal prøve at lave 3 til 5 scenarioer. Lad os sige, at alt vil lykkes for os. Det kunne være et scenario. Så kan der være scenarioer vedrørende at vi bliver best in class om 5 år osv. Altså det handler om at bygge et best case scenario op, så handler det om at sætte et worst case scenario op også sætte 2-3 scenarioer op mellem best og worst case. Ud fra disse forskellige scenario, så skal man prøve at lave et vægtede NPV. Det ville jeg nok fortrække, som en slags DCF-model med vægtede scenarioer, men helt klar budgettering er jo udfordret, da det er så usikker, da du heller ikke har noget at binde det op på. Det er derfor man skal lave scenarioer, da det er med til at lave en gennemsigtighed omkring de antagelser, som du gør dig. Så er det i sidste ende, hvor meget du tror på de forskellige udfald.

Spørgsmål 1:

Jeg vil nok egentligt under praktisk formål se DCF-modellen og EVA-modellen under et. Og så siger, at det helt klart er vigtigt. Jeg kan lige komme tilbage til multipler. I en vækstvirksomhed vil vi altid anvende en DCF-model, da man kan være meget eksplicit i dine forcasts. Multipler generelt. P/E vil vi næste aldrig

anvende, da den normalvis vil være negativt for vækstvirksomheder. Hvis vi lige hopper ned til den vigtige EV/omsætning, så er den mere interessant. Den fortæller lidt mere… Der er lidt bedre benchmarks i forhold til peers, hvor EV/EBIT og EV/EBITDA stadig er lidt usikker, da du stadig er på denne rejse, som vi har talt om. Vi har ingen normalisret marginer, så hvordan, eller du skal i hvert fald være sikker på at de virksomheder, som du anvender, som benchmark er på samme stadie, som dig selv. Ellers giver marginerne ikke mening. Så EV/Omsætning vil få et 4-tal, men det skal siges, at det vil være DCF-modellen, som vil være styrende, hvor EV/omsætning og andre multipler mere vil være sanity checks. Ved vækstselskaber ville vi nok gå ind og lave en DCF-model, hvor du har nogle omsætninger og har nogle indtjeningstal – herigennem vil du finde et cash flow, som du lægger en eller anden sandsynlighedsvægt på. Hvis vi har en virksomhed, som er mere moden og længere i dens livscyklus, så vil du helt klart gå ind og bruge de andre modeller.

Normalt siger man at der er forskellige udfordringer ved at EV/omsætning, da du har mulighed for at booste din omsætning og justere den som du vil.

Helt sikkert. Tilbage til min forrige kommentar, det er meget vigtigt at det er på sammenlignende grundlag. Ellers vil det ikke give mening at anvende en EV/omsætning multipel, men det vil være mere være et sanity check til en DCF, som vil være den styrende for denne virksomhed. Det handler også om at få noget komfort omkring værdien. Du har ikke så meget andet at gribe til, da du ikke lige kan finde benchmarks, som er børsnoteret. Det er det man vil kigge på. EV/EBIT og EV/EBITDA, det vil være i korrekte tilfælde, hvis marginer vil være sammenlignede, men ellers vil det være sjældent at man anvender dem. Andre multipler: hvis det er en vækstvirksomhed, som er meget konsulent baseret, så kunne man godt bruge multipler, som omhandler antallet af FTE. Det er mest i forhold til virksomheder, som har en vis base af folk. Der kan også være noget inspiration at hente, men igen – det er meget til en konkret branche. Realoptioner anvender vi, hvis det giver mening. Det kommer også an på formålet. Det kan være svært at kommunikere. Men jo, hvis det er et sted, hvor det bliver mening, så vil vi helt klaret anvende det. Men det vil sjældent være et bærende element i en værdiansættelse. Andre modeller kunne man godt kigge ind i en LBO. Man kunne godt lave en PE-Case, hvor man går ind og siger, at vi køber virksomheden på det her og vi exiter virksomheden på det her, så vi forhåbenligt har fået noget indtjening i virksomheden. Tilbage til vores indledende snak om det giver mening at anvende gæld i sådane en struktur – det er ikke super optimalt, men omvendt så er der også meget risikovillig kapital, som godt kunne interesse sig for en vækstvirksomhed. LBO-model vil man også kunne gøre, men igen det afhænger af hvilken case det er.

Spørgsmål 2:

Det vil altid være en bottom-op model, hvis det er på omsætningen. Så vil der være en opdeling på x,z,y. Det

kan være kunder, det kan være markeder, det kan være produkter. Man kan gøre det meget granuleret, så du kan substancerer det her forecast. Det er på omsætning – det er det interessante del. Så har du nogen direkte omkostninger og så har du helt klart nogen omkostninger i starten fordi du skal vokse. Vi skal have flere medarbejere. Det er ansættelse af flere medarbejdere, som vil udhule vores marginer. Så vi ikke vil tjene nogen penge i starten. Det kan være kvartal til kvartal, men det kan også være år for år. Man skal tage stilling til, hvordan det ser ud både på toppen, men også i forhold til direkte omkostninger og indirekte omkostninger, hvordan fremtiden ser ud der. Det vil helt klart være budgetterende af de underliggende faktor ved at anvende en bottom-up aproach.

Spørgsmål 3:

Historiske regnskaber får en 2'er i forhold til omsætning. Det er fordi du ikke kan anvende den historiske omsætning til at sige noget om fremtiden for en vækstvirksomhed. Strategiske analyser er super interessant, da det er jo er dem, som skal ligge grundlaget for den vækstrejse, som vi forhåbentligt skal ud på. Andre informationskilder er også interessant i forhold til konsulent rapporter fra BCG, Bain eller Mckinnsey. De er interessant, da de har taget en kommericelt stilling til size of the pie og slice of the pie. Altså hvad er vores relevante marked. Brancherapporter vil også være interessant, forudsat at det er like-to-like. Omkostninger vil jeg sige, at man godt kan granulere lidt at opdele det i direkte omkostninger og indirekte omkostninger. Historiske regnskaber vil fortælle lidt omkring hvad FTE bases koster, man vil få lidt nuancerer på det. Benchmark virksomheder, hvis det er steady state virksomheder, så vil du kunne få nogle information omkring, hvordan marginerne ser ud, når du som virksomhed når ud i den fase. Det kunne være relativt interessant, men omvendt vil det ikke fortælle hele sandheden, men der vil helt sikkert være nogle pointer, at tage med der. Strategiske analyser vil igen være super vigtigt. Arbejdskapital vil historiske vil ikke være super vigtigt, da det er en helt anden business, som du kigger ind i. Benchmark virksomheder vil være relativt vigtigt, hvis det er steady state virksomheder. De vil være interessant, da man vil have mulighed for at se på den udvikling de har været igennem. Det er jo lidt den samme udvikling din virksomhed forhåbentligt også skal igennem. Det afhænger igen af hvilken slags virksomhed, som det er. Hvis det er en retail-virksomheder, som har brug for varelager osv, så er det super vigtigt at kigge på arbejdskapitalen. Men hvis det omvendt er en virksomhed, der har rimelig nul-flow på arbejdskapitel, selvom du vokser – vil det være mindre interessant at kigge på arbejdskapitalen. Strategiske analyser vil ikke være så relevant, men hvis det er en arbejdskapital drevet virksomhed, så vil det være super interessant at kigge på arbejdskapitalen, da har stor indflydelse på den vækst du vil opleve.

Anlægsinvesteringer historisk er ikke super interessant. Benchmarks virksomheder vil være interessant ud fra samme argument (Steady state virksomheder kan bruges til at se på udviklingen, som vækstvirksomheden skal igennem). Strategiske analyser, vil være interessant. Hvilke investeringer står vi overfor for at skulle investere i nu og her, men også på den mellem-lange bane. Hvilken investeringer skal laves for at realisere

vores forecast. Andre kilder – dette kunne være sektor rapport, hvor vi kan læse hvilke mega-trends, som der er i markedet osv. Hvad er det for nogle investeringer, som der skal ske. Digitalisering er også oplagt. Indenfor digitalisering er der også mange nuancer. Der er eksempelvis API'er.

Vækst i terminalperioden vil være interessant, når vi snakker om strategiske analyser. Strategiske analyser vil have lidt relevans, som input til WACC. Det man skal huske med WACC er om man fanger risikoen i dine diskontering eller man fanger det i dit cash flow.

Spørgsmål 4A:

Vi vil altid estimerer nøgletal for budgetår. Når det er vækst vi har at gøre med, så er det jo altid fremtiden, som man kigger ind i. Det er fint nok du har realiseret tal. Hvis du i øjeblikket har en omsætning på 40-50 mio. kr. og du forventer en omsætning på 150 mio. kr. næste år, så er det et helt andet niveau, som du er på. Hvis man nu har med mere moden selskaber, så vil man også kigge på tidligere transaktioner og hvilken multipler, som de er handlet på. Det er mange gange på baggrund af bagudrettet tal. Normalt vil vi lave begge beregninger, men du vil ofte anvende de fremadskruet tal til at estimere værdien, da det er dem, som du køber dig ind i.

Spørgsmål 4B:

Der hvor historiske regnskaber er interessant det er i forhold til den regnskabspraksis, som vækstvirksomheden anvender. Selve tallet er nødvendigvis ikke så interessante. Historiske regnskaber er mere til at for at sammeligne Apples med Apples i din peers. Der er lidt værdi at hente i historiske regnskaber, men det er ikke det bærende elementer. Der skal dog være en god sammenhæng mellem de realiseret tal og de budgetteret tal, som er forklaret igennem en strategi plan. Det er her budget kommer vi til at nå ud fra x,y og z. Derfor er det lidt væsentligt. Benchmark virksomheder vil vi ofte bruge til at finde peers og hvor er de henne. Er vi i dette space, er vi i dette space. Kan vi positionere os oppe i mod det høje space på baggrund af x, y og z. Det vil være relativt vigtigt og strategiske analyse vil også være interessante.

Spørgsmål 5:

Det vi bruger meget tid på at analysere og forstå det er den her værdikædeanalyse, hvor er det henne vi er i værdikæden og hvor er vi relevante og hvorfor er vi relevante. Det er super væsentligt, hvis vi skal ud og sælge en virksomhed og få det forklaret i et salgsmateriale.

Realoptioner teorien er ikke noget, som vi anvender så ofte i praksis. Det er mere noget, som man har som et sanity check. Det er mening det spiltræ, som du sætter op. Men det vil sjældent være en metode, som vil være bærende i vores analyse, men vi gør stadigvæk alle de overvejelser, men det føder også lige så meget ind i hvordan du kan forsvare dette her forcaste. Det kan du fordi du har kigget på din PEST, Porters… eller varianter af den. Det er med til at give en forståelse for hvorfor du har nogle højere marginer end de

konkurrenter osv. Det er fordi du har dette logistikcenter, som gør at vores omkostningsbase er det lavere.

Spørgsmål 6:

Virksomheden budgetter er super interessant, da der bliver sat nogle ord på, hvordan vi skal nå denne her høje vækstrate. Man skulle helst kunne argumentere for den vækst, som man forecaster. Hele mangement teamet (ledelsens track-record red.) vil være super interessant fra en investor synspunkt, da man således kan se hvilke vækstvirksomheder, som denne person har solgt. Det vil være super interessant, da man har mulighed for at se om ledelsen er god til at eksekvere. Dialog med ledelsen er altid vigtig. Forretningsplanen er lidt mere på den lange bane. Det vil også være væsentligt. Sammenlignelig selskaber, hvis du skal forstå det space, som du er en del af, så er det jo super interessant. Sammenlignelig selskaber vil også være interessant, da de vil udtale sig om markedsforhold og hvordan de ser markedet fremadrettet. Det er siden berettigelse, men det er ikke i toppen. Organisations know-how er vigtigt, da det er den know-how (Goodwill), som du køber dig ind i som investor. Dit personlige branchekendskab er super interessant, hvis du forstår denne branche i detaljen, så har du i hvert fald nogle gode refleksioner. Din personlig "gut felling", det vil altid være sund fornuft at flyve ud i helikopter perspektivet for at se om denne værdi giver mening. Den måde de tjener deres penge på, de ambitioner som virksomheden har. Er de realistisk? Det skal selvfølgelig ikke være det bærende element fordi så vil det jo være mere guessing.

Spørgsmål 7:

Når vi anvender strategiske analyser, så er det mere et helhedsbillede. Vi anvender ikke modellerne så firkantet hvor vi tager en af modellerne ned fra hylden, men det er mere tankegangen, som vi anvender i vores strategiske analyser. Det er sådan at vi skriver porters five forces i vores IM, men det er mere tankegangen, som er interessant.

Spørgsmål 8:

Det vil være lidt forkert at sætte kryds i disse her. To be honest. Jeg kan ikke sige, at jeg anvender porter's five forces til at estimere omsætningen. Man kommer hurtigt til at diskrimere nogle af modellerne.

Spørgsmål 9:

Vi man skal vende den og sige, hvad der er vigtigst, så vil jeg nok sige forretningsplan og ledelsens track-record. Hvis jeg kender ledelsens track-record og lidt omkring deres fremtidige planer ud tal godt nok, men beskriver hvor de er og hvor vil de hen om 5 år, så vil jeg være udemærket klædt på til at komme med et skud – altså i hvilket range. Dialog med ledelsen vil også være interessant. Sammenlignelige selskaber vil også være interessant, hvis man kan benchmarke lidt op omkring deres rejse (livcyklus) – underforstået at sammenlignelige virksomheder er det skridt videre. Branchekendskab og "gut felling" har også lidt at sige. Organisations know-how er også væsentligt, hvis man ved det er gode folk omkring virksomheden, så får

man i hvert fald en føles at der er noget værdi her.

Spørgsmål 10:

Uden den strategisk analyse, så er værdiansættelsesmodellen ligegyldigt. Hvis jeg skulle vælge, så ville jeg vælge de strategiske analysemodeller af den årsag at du kan regne så meget du vil, men uden den rigtige kvalitet i inputs, så er værdiansættelsesmodellerne ligegyldigt.

Spørgsmål 11:

De kvalitative faktor er super vigtigt for at kunne komme med et fornuftigt bud på fremtiden finansielt. Hvis du har en god ide og du har et ledelsesteam på plads med god erfaring inden for denne branche og har vist tidligere at de kan det her, så er der også lidt større komfort med den finansielle plan, som er lagt frem og at den vil holde. Igen med det i mente at man også kan regne på noget.

Når man har med værdiansættelse af en vækstvirksomhed, som er man nødt til at se på, som nogle faser, hvor er du henne om 3, 5 og 10 år. Så tror jeg også man skal passe på med at lave sin DCF-model alt for kort. Altså det handler om at få strækket det excel-ark så lang ud som muligt og det kan godt være det bliver svært at forholde sig til inputs, når du kommer 10 år ud, men det er ikke sikkert at du når en steady state om 10 år. Så faktisk når du værdiansætter biotek, så bruger du sjældent terminalperiode. Du laver simpelthen en eksplicit forecast 20-35 år ud i fremtiden så du har patentudløb og et afløb på omsætning og indtjening og derude vurderer du så om dette patent har nogle værdi.

Transskribering af CF2

Spørgsmål 1:

Det input man får er jo fra kunden og nogle gange, hvis virksomheden har en super professionel virksomheden, så kan man få utrolig meget information fra virksomheden. Her kan man så komme med feedback, hvis der er noget, som man synes er mærkeligt. Dette er typisk ift. deres budgetter. Herfra kan man så sammen med ledelsen diskutere, hvordan budgettet skal udformes osv.

Spørgsmål 4a:

K: I får budget estimaterne fra virksomheden?

For det første så har du nok 10 peers, som du skal sammenligne med og du kender ikke så meget til branchen. Normalt trækker vi bankernes estimater. Altså konsensus estimater. Altså det er det man kan gøre. Så er der tidligere transaktioner. Der skal du bare finde en værdi og der er der en database, hvor man kan finde estimater og regnskaber. Så håber man bare at man kan finde sammenligne virksomhed og at man ikke skal bruge for lang tid på at søge.

K: Hvor langt går i normaltvis tilbage for at finde sammenlignende selskaber?

Hvis det er noget virkelig mærkelig brancher, hvor det er svært at finde noget sammenlignende, så kan vi godt finde på at gå langt tilbage for at finde sammenlignende virksomheder. Vi kan godt gå 10 år tilbage. Hvis det nu var noget som tit bliver handlet og der er ingen tvivl i forhold til hvad man handler af virksomhed, så kan man godt gå 3-4 år tilbage.

Spørgsmål 5:

Vi har aldrig anvendt real option tankegang, da den er meget kompliceret at anvende i praksis. Det er svært at få fat i estimaterne, som man skal anvende i optionsteorien.

Spørgsmål 6:

Ledelsens track-record er nogen gange mere en fornemmelse man har end det er noget, som man kan sætte en værdi på.

Din personlige gut-feeling – nogle gange møder man nogle, hvor man tænker, at denne virksomhed skal man ikke samarbejde med.

Generelle spørgsmål:

K: Hvordan vil du karakterisere værdiansættelse af en vækstvirksomhed komparativt til en traditionel værdiansættelse?

Det er antallet af år, hvor jeg ved noget om virksomheden, som adskiller de to typer af værdiansættelse. Når man snakker om budgetter i moden virksomheder, så vil de gerne gætte på hvordan det går de næste tre år og måske kan man få dem til at gætte på lidt mere end det. Men så er det også det. Så forlænger man det bare med brædder efterfølgende. I vækstvirksomheder har man nok kun mulighed for at gætte et år frem i fremtiden. Det er jo et problem, når man anvender . en DCF-model til at værdiansætte ud fra.

K: Hvordan ser du det i forhold til multipler, hvis du adskiller de to typer af virksomhed?

I forhold til vækstvirksomheder, så datagrundlaget bare meget sløjt. Det gør det bare utroligt svært. Jeg ville gerne sige, at man kan bruge en EV/EBIT(DA) multipel, da det er praksis nemt at bruge fremfor du ikke skal til at beregne forskellige drivere. Ved moden virksomheder har du dog flere linjer, hvor du kan gange noget på, men det er ikke muligt i forhold til vækst virksomheder, da de har negativt resultat mange steder. Men du kan gange noget på næste år, hvis du tror at du har positivt EBITDA.

K: Kunne man lave en multipel i forhold til kundegrundlaget?

Ja, det kunne man vel. Man kunne vel godt finde på meget eksotiske multipel. Det tror jeg også at der bliver gjort, og at det er blevet gjort og jeg tror det blev gjort for 15 år siden, da der mange dot.com boble. Martin fra os, sad i Danske Bank under dot.com boble og de kunne værdiansætte på mange mærkelige måder dengang. Og ja, det man bruger det til, er jo at sige til kunden, hvad man tror det er værd og hvis man skal børsnoteret, så går man selvfølgelig ud og siger, at man tror det er det værdi og så må de jo byde. Jo mere usikker man er på værdien af noget, jo mere har man lyst til at teste den værdi af. Det er jo den måde, som man gør det på. Hvis man nu skulle sælge noget på en eksotiske vækstvirksomhed i en almindelig aktionsproces, så ville man gå ud og snakke med folk og give dem noget materiale. Dette vil man gør tidligere end normalt. Man vil nok ikke gå i gang med at lave et stort informationsmateriale til at starte med, men man ville nok lave noget mindre og så vil man gå ud og se hvad der sker ude i markedet. Dette er en slags sanity check af virksomhedens værdi. Det kan så være at man får mindre end det, man havde snakket om. Men i forhold til vækstvirksomheder, så arbejder man med et stort pris-range, da der er så stor usikkerhed.

Hvilke problemstillinger mener du umiddelbart der forekommer i relation til værdiansættelse af vækstvirksomheder?

Det kan være et problem, hvis vi som rådgiver ikke aner en skid om branchen. Det kan være et problem, hvis vi ikke ved noget om branchen, så kan vi have svært ved at gætte os til, hvad der vil ske næste år. Det kan være et problem, hvis ledelsen ikke ved, hvad der sker næste år.

Transskribering af CF3

K: Så ja, du kan jo bare begynde ned af

C: Hold da op, der er jo fandme det hele ja

C: Det er jo hammer svært at køre ind i sådan et firkantet (ting) der hedder et tal, fordi sidder du med nogle der er ude og rejse 100 mio. så tager du the full (monti) og så henter du inspiration til hvad som helst. Er du på den lille som er kommet i anden fase og det ikke lige nødvendigvis er en ny vivino eller sitecore eller et eller andet af den art, så gør du dig en eller anden overbevisning om at der er et marked derude som, hvis du kommer til at eje det marked, så er the sky the limit. Og hvis det er tilfældet så smider man alt det her væk og så diskuterer man hvad er acceptabelt af udvanding af stifterne, og så giver det implicit en værdi. Sådan er det. Men selvfølgelig, så vil man som regel prøve at stille en DCF op, men hvis i har arbejdet bare to gange med det her på en vækstvirksomhed, så vil i finde ud af the sky is the limit lige pludselig der man kan få den til at vise hvad som helst.

K: Ja det er den der subjektivitet du kan. Som man siger, hvis du ved hvad resultatet skal være (så kan du selv få den til det 01:39 min.)

C: Jamen det kan du fordi hvad er din markedsvurdering, hvad er din prisvurdering på enkeltpunkterne af de her ting, dine markedsandele, the (lot 01:49 min.) og hvad er det så for et afkastkrav du skal stille ind, hvor farlig er det. Så det er, jeg kan da godt prøve at sætte noget på.

K: Bare ud fra din bedste vurdering, hvis i ikke bruger den normal vis. Tag det ud fra en generel selvfølgelig case.

C: Det der gør at jeg nøler er at vi taler om vækstvirksomheder i en meget tidlig fase. Fordi i praksis når du er i det mere modne segment på din egen hverdag og i vores hverdag der har jeg jo, jeg vil tro vi har stået for, hvad har vi lavet halvtreds – hundrede om året i min Ernst & Young tid som jeg var overordnet ansvarlig for, som jo typisk var DCF ting der blev kørt ud fordi det kunne være illustrativt og man kunne røre lidt ved nogle tal og så videre. Og de sidste seks et halv år i det her regi der har jeg måske lavet tre af dem og resten det er, uden at nedgøre fra hoften, men så er det meget kvalificeret fra hoften en eller anden form for multipel betragtning på det her, men er det her en femmer, nej det sku nok en syver, hvorfor er det en syver, de har ingen produkter, de har registreret god vækst historisk, de står overfor sådan og sådan de gør det, så kan det tungest noget mere op af. Hvad er det en sektor, okay så er vi i noget it eller noget software eller noget det betyder (????03.11 min.) jamen så kan vi give lidt ekstra. Så hele den der tuning af værdiopfattelsen som jo så er erfaringsbaseret langt hen af vejen.

K: Ja det er erfaringsbaseret ja

C: Og hvis i, men tænker i mulitpler primært derude? men på en vækstvirksomhed som typisk er i rødt de første hel del år medmindre det er nogle af de der sindige folk som måske heller ikke når at peake, så er der jo ikke noget at gange multiple på

D: Nej præcis

C: Så derfor er multiplerne i de tidlige faser, hvis det ren det vi taler om, så er de ikke særlig vigtige, og den der den vil jo være fantastisk hvis man kunne, men du har bare ikke en skid at holde den op i mod, så den kan vi sidde og eksaminere i men ikke lige få så meget mere med

K: Så hvad vil du sige sådan er det også en etter i forhold til vigtighed, eller er det mere tankegangen i har?

C: Tankegangen er hamrende vigtig, fordi det er jo den der ligger bag det hele og der hvor du har bedst eksemplificering på det, hvor du så bruger, ja der bruger man den lidt ud i træet, der når du rent faktisk når du laver pharma, fordi der har du et erfaringsgrundlag, hvor mange ryger fra den ene fase til den anden, der har du, det er der nogle der registrer nogle steder, så hvad er sandsynlighederne for at hoppe videre, så kan du sku lave dit træ stille og roligt. Hvad du så skal have af udfald helt ude i træet, bortset fra alle dem der er gået i stop, det er noget andet.

K: så kan man sige, hvis man siger multipler generelt, hvad ligger den på? Hvis du skal ligge et

C: Altså det er også sådan en. Jamen det er jo, det er jo det man bruger. Problemet, i de fleste situationer i mellem segmentet altså SMV segmentet, problmet er at når, du skal jo gange multipel på noget og hvis der er galt fortegn giver det jo ingen mening, og det har de fleste vækstvirksomheder. Men hvis man så tager vækst virksomhed bredere altså ud over seed, som du lige sagde, at det var lige efter, men generelt i vækst der, så er vi tilbage igen, så er det jo man tuner om det skal være en høj eller en lav, fordi man udtrykker hele virkeligheden i et eneste tal ikke. Så ja i må sku næsten selv sætte tallene.

Altså en mere moden vækst virksomhed, altså moden i forhold til sit forretningskoncept, der er multipler relevante, men i og med at du har vækst er det jo helt klart at hvis du på nogen måde kan lave en eller anden form for budget og modellere på så er det jo nummer et fordi der for du et spejl af den kapitalbinding som er en udfordring hver gang du taler vækst her hen af. Og lige nu koster penge ikke så meget, men det er så udfordring nummer to heroppe, det er at sige hvad er dit normalafkast eller dine risikofrie rente, er den nul eller er den et eller andet normaliseret udtryk fordi at det bliver nok ikke ved og det giver jo en voldsom høj værdi, så det kan vi ikke regne med.

K: Problemet er vel også, i forhold til når du skal estimerer, at værdien eller kan man sige at finde en WACC for eksempel, normal holder man WACC'en konstant igennem tiden, sådan rent teoretisk passer det måske ikke i forhold til den risikoprofil som ændre sig henover perioden du måske har en ti-årig budgetperiode

C: Det er så der du måske kan gå noget APV

K: Hvis du så kigger på hyppigheden, er det også en femer i den?

C: Altså hvis jeg tager ud fra min hverdag og slipper teoribøgerne, så er vi måske nede på en to'er, fordi nogle gange så, DCF'en er skide god at kommunikere, fordi du har noget at tage fat i. Omvendt så er det tit at vi laver sådan en matrix til folk, hvis vi kommunikere multipler, og så har vi, det kan også være at det er fire forskellige niveauer af indtjening her ikke, så det kan være vi har EBITDA her den vej ned, og så har vi EV/EBITDA heroppe ikke, altså multipellen her hen af. Og så er der et eller andet, og så kan vi sådan markere et udfaldsrum og tale ud fra det, sådan og sådan. Så kan de se noget der er højere og lavere og så kunne det godt være der ikke. Men mange gange ender mand faktisk i noget så enkelt her, men det kan du jo kun gøre fordi du har et ret godt feel med om den her branche skal starte på fire, fem eller seks ikke, eller om vi skriver syv, otte, ni til at starte med eller hvad man gør ikke.

K: Og så er vi tilbage ved erfaring altså

C: Ja som jo så kan understøttes hvis du så går ind på merger markedet eller andet og ser på de transaktioner der har været. Så er første problem at de måske kun er fem eller ti procent af transaktionerne hvor du kan finde multipler eller data, og dernæst så er det at finde en relevant peer i størrelse, når vi er nede i SMV segmentet, noget at meget af det her vil opholde sig er jo fandme svært ikke. Og ligeså snart du er i de store, så ender du i den der fordi så ser de alt for høje ud. Og de vil også være for høje, fordi der er alt for stor risiko ved de små til at du betaler de høje multipler, og så er vi lidt tilbage igen i en eller anden vurdering eller touch på hvad pokker det er ikke.

K: Så det er så og sige en etter hele vejen ned i hyppighed på de andre?

C: Ja, altså. Nej i praksis så kører du noget P/E på og normalt vil den her måske have stået på en, sammen med dem her nede, på en højere ting, men fordi vi siger vækst og fordi i siger i de tidlige faser, så må den komme ned fordi det giver ingen mening, hvis vi er meget tidligt. Så jo, så kan man sådan for eksempel skyld gange med noget mere, men.

K: Men jeg tænker også, nu har vi jo EV (09:33 min.?)… vil være, hvis du skal ud i nogle multipler ikke også, så er det vel.

C: Hvis du har en eller anden form for sammenligningsgrundlag for ellers så kunne du ligeså godt antal isbjørne i Afrika, altså der er jo ikke økonomisk indhold i det. Men jeg er enig, hvis du kan finde peer group, hvor du har noget erfaring fra.For ellers så kan det jo altså, så kan du tælle dørhåndtag, altså det er

K: Vi er ude i sådan noget subscription agtig, altså kundebasis

C: Ja

K: Multipel agtig

C: Men det kan du så gøre hvis, eller hvis du er i noget der er entydigt på branchen hvor du ved at en omsætning automatisk betyder en hvis indtjening. Så kunne man måske godt gøre det. Der kan du, det dur ikke her, men overfører og sige det er noget af det du har haft i liberal erhverv hvor du typisk handler goodwill i forhold til en tandlægestol eller en omsætning eller en et eller andet på den måde, fordi du ved at det, hvis du driver din praksis ordentlig, så giver det implicit en indtjening på så og så meget, og det er jo så den der ultimativt sætter den.

K: Ja jeg tænker at du har svaret på

C: Men du har ret, hvis du ser på, men det er jo så også det der gik galt et vis stykke hen af vejen, jeg var jo med omkring de glade dage i to-tusinde, hele dot-com boblen, hvor man jo gik fra og regne på gammeldags maner og så til at sige nu har vi ikke noget at regne på fordi hele skidtet giver underskud, hvad gør vi så? Hvor mange ansatte er der? Okay så kan vi kigge på den, eller hvor mange dit og dat, der var man jo helt nede og værdiansætte i klik, eller hvis du handlede mobiltelefonselskaber, hvad kostede en abonnent, og så er du over i det abonnementsbaseret, hvor en abonnent enten har en alternativ af acquisitionsomkostning, fordi hvad koster det at etablere en kundebase eller hvad kan du tjene på en abonnent på sigt, så du derfor kan tillade dig at betale, og dengang var det cirka tusinde kroner du gav for en abonnent fordi det kostede det til acquisition inden du havde foræret en halv telefon væk eller de kunne tale gratis i et halvt år eller hvad fanden det var ikke eller du skulle betale til andre. Så når det er sådan nogle ting, så kan du godt tillade dig at regne sådan, og det vil du kunne i en del af de nye virksomheder der kommer ind fordi det vil være software eller abonnementbaseret hvor der er en eller anden requiring

K: Mange af dem kommer vel også til at lave, altså have positiv indtjening med det samme i det de har de der subscription modeller tænker jeg. Eller i hvert fald have positiv cash-flow.

C: Ja og jeg er enig i at det, der giver det mening når du nede på en eller anden form for antal, fordi det kan være med til og overstyre, altså når du har en vækstvirksomhed, så er du tit nød til at bryde den ned og så sige, hvor meget eller hvad er strukturen og indtjeningen i den virksomhed som kan betragtes som moden, det vil sige, hvis man har sådan en skaleringscase, og sige nu skal vi have, nu skal vi videre fra Danmark. Nu har vi taget Danmark med den her typisk et eller andet site med noget hvor du har fået nogen på, nu har vi

fået den her markedspenetration vi gerne vil have på det og nu hælder vi så alle de penge vi har fået på det og lidt mere i Tyskland og i Sverige og hvad det er, typisk den der udvidelse der sker. De vil jo fræse rundt med rød bundlinje i jeg ved ikke hvor længe, og det gælder egentlig bare om at brænde så meget af som muligt fordi så kommer man ud og ejer de her markeder. Og den dag du holder op med at investerer i nye markeder, så har du bundlinje. Og der må man så skille det af med at sige, at modne markeder hvor vi er her, giver det rent faktisk en bundlinje. Hvis det gør det, hvordan kan vi så skalere det op, og så ud og bygge en ny model, hvor du så må isolere hvad der kan være af værdi i indtjening potentiale og så trække alt CAPEX fra eller driftsomkostninger for at nå dertil. Men den model der er bedst til det er jo så stadigvæk en DC, fordi det er jo der den rammer på det andet. Men der kunne man måske lave en eller anden oversætter der siger at okay, de lande vi har være igennem der har det kostet os x kroner at etablerer os med så mange klik eller så mange kunder eller hvad fanden det er abonnenter, så derfor kan vi sige at jeg kan værdiansætte eller betale så meget for en abonnent. Det kunne man godt gøre. Og så bliver det så under andre ikke, fordi det vil typisk være et hoved altså antalsvurdering som man sætter noget på. Men det er kun noget værd hvis man kan regne dem frem til et eller andet der kan have økonomisk indhold.

K: Så kan vi prøve at springe videre tænker jeg. I den her kan jeg se du har svaret, i forhold til hyppighed, i forhold til DCF-model, der har du svaret, der har vi sat en minimumsbegrænsning på hyppighed, i forhold til DCF-modellen skal være to for at komme videre til de her spørgsmål.

C: Ja

K: Kvantitative er i forhold til omsætning og omkostninger og de der

C: Der kan du sige til. Det er sku meget blandet. Altså der er jo to skoler her, den ene det er at man har et eller andet anker budget og så sætter du nogle procenter på vækst på de forskellige omkostningslinjer eller omsætning eller på din dækningsgrad eller hvad pokker det er, og så buldrer man bare derud af i det her, og har lidt justering. Det der nok er mindst, og det er den typisk aktieanalytiker eller studentertilgang vil jeg kalde det, i praksis der vil du sætte rigtige tal på og så veje og sige okay herhenne der skal vi have brug for større domicil eller der skal vi have tre medarbejdere mere, så der er du nede i mere reelt budgettering end du i en procent budgettering det her. Det kan du så være når du er omkring et slut år eller når du går ud, men jeg vil sige praksis og hvis det skal være noget værd her, så er du nødt til at forholde dig til de underliggende faktorer for alt andet det er jo, lige pludselig så kan du ikke rører ved det mere.

K: Så hvis du skulle vælge en i forhold til de to og så andre metoder så vil du sætte kryds i (16:13 min.?)

C: Helt klart, helt klart.

K: Jamen så har vi så.

C: I særdeleshed fordi det noget hvor der ligger så mange beslutninger bag, altså nu er vi inde og tænke real optioner igen ikke, tager vi Tyskland eller tager vi ikke Tyskland.

K: Og så her kommer der i forhold til at du skal kvantificere dem, altså kigger man så på f.eks. ved omsætning, jamen er det så de historiske regnskaber man kigger på? Er det benchmark virksomheder eller de strategiske analyser man kigger på? Og så igen i forhold til er de væsentlige i forhold til omsætning, i forhold til vurdering af hver kolonne?

C: Jamen altså man kan jo, jeg vil sige, nu skal vi lige se hvor langt den rækker. Alt hvad der har med det her at gøre, det er og skal være en femer i min bog, på den strategiske side. Benchmark kan man hente inspiration hvis du er i noget nyt, men det er jo ikke. Hvad har vi en, to, tre år gammel virksomhed som er på vej videre lige omkring hvor den får noget kapital og noget, jamen selvfølgelig kigger man sig omkring, det jo ikke det der driver det hele vejen igennem. Men dit eget udgangspunkt er selvfølgelig vigtigt fordi det er den struktur du har i dag og du nødvendigvis må bygge videre på, så det er simpelthen dit startpunkt, men til de fremadrettede inputfaktorer der er det de to i kombination og kan du så lære lidt herude, så er det fint ikke. Vækstrate i terminal, jamen altså den er jo ikke opgivet andre steder end hos dig selv. Jo så er den i noget markedsanalyse, men det er, det må jo ligge under det strategiske ikke, fordi det er jo din markedsforståelse kombineret, ja det er din forståelse af det underliggende behov kombineret med din læsning af markedet af hvad hvilke andre konkurrenter du forventer om otte år eller hvad fanden det nu er. Så det må helt klart være her du tager den.

K: Og hvad vil du sætte her, hvis vi sådan skulle sætte en værdi på

C: Jamen det må nødvendigvis være en femer, og altså fordi den her, afhængig af hvor lang din periode er, så ligger, nu ved jeg godt at vi er på højere diskonteringsfaktorer her end du er i mere modne virksomheder, men og hvilket gør at din terminalværdi relativt vægter mindre. Men du har stadigvæk halvtreds procent af værdien herude, er du da sindssyg det er et enkelt tal her der, du kan jo få den til at køre ren raket hvis du sætter et for højt et tal ind så har du jo ikke nogen WACC mere

K: Du kan bare sætte den til nul. Estimering af WACC'en det er jo ja

C: Her der begynder det jo at være relevant hvis man kan finde noget fra benchmark virksomheder, det vil sige at hvis der er noget noteret vækst af en eller anden art og se, det kunne være en Amazon eller det kunne være et eller andet som buldrer afsted og som nogle af dem har jo fandme dårligt tjent penge endnu ikke, så helt klart forsøg at lære noget her. Men det skal jo være en intelligent brug af benchmarket, fordi hvis du tager sådan en multimilliard virksomhed der oven i købet er noteret, og du producerer ind på en seks mands tre årig gammel virksomhed, arg den transformation er jo skide svær ikke. Så det er rigtig godt at få forstand af, men den er svær. Fordi du, når du har observeret det derude så er du nødt til at være subjektiv i nedskalering fra det du har set til noget du kan bruge, og så er vi, så bliver det meget håndholdt igen ikke. Og

så ved jeg ikke om du kommer med noget om det, ej nu var det på inputfaktorer. Fordi et eller andet sted så skal vi jo tale følsomhedsanalyser eller konsekvensanalyser ikke, og det var for at sige at et observeret ting her, her taler vi jo ikke WACC på fjerde decimal, her taler vi i hele procenter, eller hele fem procenter afhængig af hvor tidlig vi er i forløbet.

K: Estimeret, ja du har, er det en etter så, hvis man skal sætte nogle tal på.

C: Jamen her har vi jo ikke rigtig noget at have det i ikke, ja hvad kan vi have, v hari egenkapitalstruktur, men det er jo det her (spf 20:59 min.?) individuelle tillæg vi skal ud i og finde. Jeg ved sku ikke. Det er jo den kæmpe svaghed, det er jo svagheden her ikke, det er at hernede der ryger du jo i noget halvt subjektivt og så kan du regne på et eller andet og sige det er der fandme ingen der vil give, når så må vi øge her. Men andre kiler det må jo så være andre handler ikke. Fordi de er rigtig gode at få forstand af. Der er det problem at du typisk mangler input på hvad der ligger bag de tal du så får oplyst, du kender jo ikke forudsætningerne, der har du jo historiske typisk, og så kan du se noget der er handlet til et eller andet, det vælter jo frem i avisen lige nu med så har den fået femhundrede millioner og så er den solgt der og der og nogle af dem har ikke rigtig noget at tjene penge, jamen hvad er så dine, hvad har din WACC været her

K: Den næste

C: Problemet med andre handler ud over det kan være skøn hvis man kan udlede noget, det er pas på synergier. Fordi de jo involveret, de er jo inkluderet når man ser andre handler, det vil sige det som køber kommer med bliver jo også værdiansat

K: Kontrolpræmier og sådan nogle ting

C: Ja og rene synergier fordi han vil kunne booste det her et eller andet sted

K: Nå næste, nu kan man sige nu har vi jo ikke svaret så meget på, i forhold til EVA-modellen, så den kan vi faktisk godt skippe over i det du

C: Ja, altså et for det første skal du ende samme sted hvis du har et ordentligt grundlag og derudover så vil jeg sige, at hvis du har vækst så sidder du ikke og pinder i om du køber en maskine mere eller mindre og hvad den giver så det hele er ligesom (??? 22:52 min.)

K: Så den næste side kan du også skippe, det er i forhold til den EV der. Så er vi lidt ovre i hyppigheden i forhold til multipler.

C: Jeg skøjtede forbi en EVA her, næh der røg måske en mere med, nej det var EVA

K: Så den skal du, det var mere i forhold til noget, nu kan jeg ikke lige huske hvad du svarede

C: Hvis man overhovedet har noget her, så er det jo noget man bruger fordi det er sådan dejligt håndterbart ikke, især når du nærmer dig noget IT, software et eller andet. Jeg sidder med en teknologi virksomhed nu, men det er ikke, ja den har vækst men det er ikke en sådan ung vækst virksomhed. Men der sidder vi og ligger arm om EBITDA-multiple

K: Hvis du for eksempel skal sætte i forhold til multipelbaseret værdiansættelse, er det så

C: ja og det er jo så den evige diskussion her og i særdeleshed når du har vækst, og min kommentar er at man må bare være konsistent. Så hvis du har en peer group eller sammenligningsgrundlag, så vær konsistent i om det er beregnet på historisk eller på forventet. I den aktuelle vi sidder med, jamen der kan jeg sige der har køber argumenteret, jeg er på sælger side, der har køber så, en tysk kapitalfond, argumenteret ud fra regne multiple på de historiske, men i og med vi venter en pæn fremgang og vi året før også havde, så har vi jo sagt det lyder mægtig fint med den her multipel som i øvrigt er i nærheden af ti hvilket er fint på moderne teknologi virksomhed det vil være rigtig fint og løbe hjem på det her niveau, men vi vil bare lige gange den på næste år siger vi så, så har vi jo musikken ikke. Så det eksempel illustrer til fulde at ja, du tager, han vil jo gerne have at vi skal tro at den bliver solgt på en så høj multipel som muligt. Og det er også rigtigt at han kan forholde sig til, i den indledende fase og han skal give et bud på virksomheden for at komme videre, det må nødvendigvis være der hvor han har dybest indsigt, og det har så været på de historiske.

K: Men i forhold til værdiansættelse, er det, i argumenterer selvfølgelig for kan man sige fremadrettede altså budget.

C: Ja, men du skal jo have. Om du ganger en høj eller lav multipel på eller en høj eller meget høj det er vækst, er jo, gør du jo med udgangspunkt i hvad du tror der er normalvækst i virksomheden. Og dermed bliver det jo lige så langt som det er bredt om du tager det ene eller det andet, hvis du bare er konsistent. Men det er klart hvis du tager en historisk multipel og ganger på et forventet resultat i en vækstvirksomhed, så får du jo et for højt resultat. Og det er derfor det vigtige her er at være konsistent. Men det man typisk kommunikere over i starten det vil være en multipel på det historiske, fordi det er den kendte og for køber er det også godt for så kan han vifte med en højere multipel. Og når du er på en lidt mindre aggressiv vækstorienteret virksomhed, så summer det hele ind, så sidder du og kigger skal det være det vi ganger på eller, og er det det der resultat, jamen så justerer man lige en smule, og det bliver jeg nødt til at sige det sker jo ikke særligt videnskabeligt, det sker sådan med et på et eller andet touch plan.

C: Jeg havde et par tre'er på de der EBITDA

K: Men mere generelt

C: Nu har jeg forholdt mig til de enkelte. Men altså ud fra, hvis jeg skal sige ud fra min brede egne hverdag jamen så kan jeg skrive et femtal, fordi der taler vi ikke noget uden at vi regner efter. Enten helt købmandsmæssigt på et P/E niveau, hvor mange år vil der gå, hvor mange år vil du risikere før du har dine penge hjemme. Altså helt bundet købmandsret, og det er jo sådan mange købere sidder og tænker og det er også det du kan kommunikere til en sælger. Men det er jo ikke, det er jo ikke den relevante diskussion, hvis vi tager en tre år gammel vækst virksomhed der skal ud og erobre verden, der handler det om at få brændt nogle penge af så man sikre sig de her markeder og så i øvrigt kommer hen i nærheden af noget hvor du har en bundlinje.

K: Så hvad vil du, hvis du skal sætte en kryds på den der?

C: Jamen så skal jeg derop igen, med de kommentar jeg har, for jeg er i virkeligheden ligeglad med hvor jeg sætter det.

K: Så kommer vi sådan lidt i forhold til informationskilden som benyttes til at kvantificere især de der nøgletal i forhold til multipel baseret. Det er det der lidt igen vi er ude i, altså vigtigheden, er det historiske regnskaber, benchmark virksomheder, strategiske analyser?

C: Jamen der er fem, der historisk jo helt klart en femmer og når vi så har problemer med relevante nøgletal når vi siger multipel, er det så til fastsættelse af multiplerne

K: Ja

C: Selve multiplerne?

K: Ja det er det

C: Fordi så, så dur de. Hvis jeg ser stringent på spørgsmålet, så siger du hvad skal du gange på det resultat vi kigger på.

K: Ja

C: Den input kan du jo kun have fra benchmark virksomheder, fordi det må være din erfaring fra er marked, og den kan ikke komme fra virksomheden selv medmindre der har været tidligere kapitalrejsninger på et eller andet. Så det må være her og så kan der ikke være at de andre, hvis jeg læser det som at det er multiplen jeg er ude og finde.

K: Ja, det er det.

K: Ja så kommer vi lidt til det der real optioner,

C: Ja, så får den hele studiematerialet

K: Selvfølgelig i bruger jo ikke modeller på den måde tænker jeg ikke altså, men i bruger jo grundtanken i dem

C: Ja lige præcis, her der bliver det bare, og det er også det jeg hader i mange opgaver hvis i ryger rundt om nogle eksempler, så prøv at frigør jer fra modellerne og så lav den, jeg plejer at sige til dem der skriver hos mig at alt hvad der ligger før budgettet og før du begynder og regne på selve værdien, som jo kun fylder få sider til sidst. Den må kun være med hvis det bliver brugt til at kvalificere budgettet. Alt andet information derude behandles er ligegyldigt. Så den der med pinen og død at skulle udfylde alle seks felter i PESTEL eller noget, hvis der ikke er basis, og så finder man frem til, ja skatterne, hvis skatterne øges kan det have indflydelse på forbruget. Ja, og? Glem det. Så, og det betyder også at i praksis hvis man går rundt om det her, så sidder du jo og finder ud af, ja der er nogle makro faktorer der har indflydelse på det her, eller vi kan, eller en teknologisk udlægning altså noget værdikædeanalyse, hvis du var bange for at du sidder med en grossist virksomhed og folk er begyndt at sælge direkte ud af fabrikkerne. Prøv at tænk på automobilforhandlere, hvor du de sidder i sådan noget her. Tror du de begynder at købe direkte fra fabrikkerne på et tidspunkt? Ja det kunne man nok godt gøre. Er værdikædeanalyse relevant? Ja det er voldsomt relevant. Nogle af dem i kommer farende med her, som vækst virksomheder et par år gamle, de er inde og disrupte værdikæden? Ja det er de sku nok også, ikke. Så det er jo, men om man laver den slavisk

K: Nej det er mere grundtanken eller tankegangen

C: Five Forces den er jo, hvad hedder det, Five Forces er. Disruption er jo som trukket ud af Five Forces, hvis vi nu prøver og oversæt det. Så ja det er, men det er med den der kommentar om at det jo ikke er noget du anvender slavisk vel. Det eneste du har er næsten altid med det er en, det er jo SWOT'en. Det er jo en femmer begge steder, fordi den er så god at sammenfatte alt det andet pladder i. Den kan man så koge ned i en SWOT til sidst.

K: Det er sådan en godt talepapiragtig ikke også

C: Hvis du er noget med, jamen de er jo fine alle sammen. Hvor vigtig vurderer du brugen af følgende analytiske til at spotte real optioner. Jeg sidder og tænker på hvad jeg gør i de forskellige situationer også med det der kører derud af. Jeg havde et projekt som vi stoppede, men som bliver hverdag på et tidspunkt, der er sku ikke nogle der har taget det endnu for alvor. Når i sætter jer hjem og ser TV2 eller Danmarks Radio så er signalet for det meste kabelbåret og kommer ind der, det gør det også med mange af de andre, hvis du har en pakke og ser Sverige et eller noget så kommer det måske med Yousee eller Stofa eller Boxer eller hvad fanden man har for en. Det holder op, altså det bliver streamet hele lortet. Der er ingen der har lavet en brugerflade hvor du kan vælge kanaler frit på streaming endnu. Det er der ikke. Så har du en eller anden tåbelig box fra Yousee hvor du kan sammensætte noget og dit bord det kan du ikke komme til for

fjernbetjeningen og sådan noget lignende. Det er bare ikke lavet endnu. Og der kørte vi, der skulle vi så bruge nogle millioner, men da TDC så offentliggjorde fusion med, hvad hedder de derovre svenskerne, der har kanal 3 og alt det her

K: MTG group

C: Det var pisse godt set af hende derinde, men det blev så forpurret fordi de andre købte den gamle forretning og stoppede det. Det er det eneste der kunne have ændret noget for alvor, der stoppede vi så det her og så gik det andet i sig selv igen og så kom vi ud og sagde fordi lige nu der kører de jo sådan en beskytter ting i det der, hvor de pakker sig totalt ind alt imens abonnenterne flygter ud af døren

K: Yousee de falder da i hvert fald, som jeg kan læse, taber rigtig mange kunder

C: Jeg kan bare se mit eget forbrug, jeg har jo altid skulle have den hvor der stod flest på og så videre. Så begyndte jeg at analysere og så gik jeg fra en, fuldpakke tror jeg koster når du får rabat, den koster jo fandme er det en syv – otte tusinde kroner om året inden man er færdig med alt det der halløj, så begyndte jeg at analysere på hvad jeg egentlig så af det her, jo jeg vil gerne se News. Men for under 200 kr. om måneden der kan du få TV2 Play der har alt det der i sig, og så kan du oven i købet se hvad som helst når som helst. Og den er rigtig baseret fordi den er rent app båret. Så gik jeg på mellempakken fordi jeg ville se Formel 1, den har, den er på tre plus tror jeg, eller puls, nej plus jeg tror den er der, så måtte jeg have en mellempakke. Men der skraldede jeg adskillige tusinde kroner af. Nu har jeg også sagt den op, nu giver jeg tolvhundrede om året, fordi jeg fandt ud af tele er med i basispakken, så må jeg bare lære noget mere tysk, der kører Formel et ikke. Men tænk nu hvis jeg bare selv havde kunne slå krydserne så ville jeg gerne betale for den anden, det var ikke det, men gad ikke betale for tolv andre som fulgte med som jeg aldrig ser.

K: Det sådan lidt Boxer, det sådan lidt det de prøver det der med at tag selv

C: Ja, men du skal bare være sikker på at det gøres ud fra den normale brugerflade. Nå, skide med det. Men det var noget med at sige hvad er det der sker herude fordi det er du nødt til at få ind på en eller anden måde.

K: Hvis du skal sætte tal på

C: Og det er til at spotte real optioner. Hvordan skal jeg forstå det fordi, hvis jeg har en vækst virksomhed, ja så kan du sige, ja så er der jo fandme mange optioner fordi det er jo alle dine vækst muligheder, der i virkeligheden er formuleret der. Men

K: Man kan sige i forhold til at bruge modellerne til at spot dem. Altså Five Forces, er der et eller andet udbud på markedet der gør, sker der en ændring i lovgivningen eller hvad man kan kalde det på det punkt.

C: Ja, jeg vil sige du bruger dem sku ikke formelt, du bruger elementer af dem. Så jeg kan ikke sige nogen af dem er irrelevante. Jo en BCG, det er dogs and stars og alt det der og det er jo irrelevant for en vækst virksomhed, så der kan du sige den kan vi proppe ned. Men det kunne godt være at du brugte den i din generelle markedsanalyse fordi du analyserede dem du er i gang med at angribe. Og hvad er det de har, så kommer den lidt ind der. Livscyklus på dine egne produkter nej, men fordi du måske angriber noget som ligger oppe i modenhed eller et eller andet halløj, så kan den jo være relevant. Men alt andet lige vil det jo ikke være den du bruger her. Medmindre, at du er en software virksomhed der skal ud med en ny version hvert år på et eller andet halløj, jamen så bliver det pludselig meget interessant med alt det her. Men ja. Men altså det der har meget markeds indhold, og det som kan sige noget om, at du kan gå ind og lave noget ballade undervejs her vil jeg sige det er det der er mest relevant. Hvor hyppigt det sker, det tør jeg sku ikke sige altså. Jamen hvis i læser en forretningsplan, det kunne være en anden god øvelse, at partne med, gå ind på startvækst tror jeg den hedder, altså jeg tror den hedder det. Det er en eller anden der kører og har kørt under væksthusene, og de har så sådan en hjælpesite til folk der gerne vil altså gerne vil lave en virksomhed, og der ligger input til en forretningsplan, strukturen af den. Prøv at se hvad de spørger om der og så prøv at tænk de ting ind i det her, fordi det er jo det du ryger ind i. Hvis du skal kommunikere hvorfor din vækst virksomhed er god overfor en investor, det er hele tiden det du skal tænke, hvad er det så, jamen det er at der eksistere et marked. De dårlige iværksættere det er dem som fokusere på at det her kan lade sig gøre teknologisk men glemmer markedet. Så du skal ind og, det tror jeg også står på side 1 i noget af det, alt det vi havde i E&Y der var det vendt om så du altid startede med markedet. Jamen sige er der et marked? Jamen hvis der er det godt jamen har vi en teknologi der kan matche eller en løsning eller hvad det nu er, og så tage det den vej. Men det kunne nok være en meget god øvelse at tage fat i sådan nogle forretningsplaner, og sige jamen hvad er egentlig indholdet i dem. Der er det du relativt traditionelt gennemgår.

K: Så kommer vi lidt mere til kvalitative faktorer

C: Ja. Dialog med ledelsen, hvad rolle er jeg i?

K: Du sidder som ja, du sidder som den position du normalvis har altså som corporate finance eller finansiel rådgiver i forhold til at have en dialog ja budgetmæssig

C: Ja, og her vil det så være en situation, hvor det ikke er en ansat ledelse. Ja okay, her er der jo ikke noget hemmeligt, fordi det har du, hvis du er i en salgssituation så kan du jo godt sidde med en ejer og ikke en ledelse. Men selvfølgelig har man dialog med dem fordi det er jo dem der bærer virksomheden. Og forretningsplanen den går jo i et med budgetterne. Sammenlignelige selskaber, ja det vil du gerne lærer af, men skal vi ikke give den lidt forskellige tal, så er det her organisationens know-how. Det et eller andet sted det der er til salg medmindre du har en patenteret teknologi, den er jo baseret på nogle mennesker så det må nødvendigvis blive fem ikke. Mit personlige branchekendskab. Det er ikke nødvendigvis vigtigt fordi jeg er så at jeg kan lære det, og jeg kan ikke være personlig dybt inde i alle steder, så den er jeg nødt til at skrive

lidt ned ikke. Men det er da vigtigt, men så må man øve sig, men nu har jeg ratet den i forhold til forudgående branchekendskab. Gut-feeling, jamen den er fandme stor. Jeg sad med en i går, de laver valgsystemer og har udviklet sandsynligvis noget af det mest sikre og avancerede i verden, som vil kunne alt. Det kan være alt indenfor generalforsamling til en fagforening der skal vælge nye medlemmer til et folketingsvalg som man kan der. Hvis ikke man tror på ledelsen der er noget, så kan teknologien være hvad som helst, den kommer aldrig ud over kantstenen. Så det har meget at sige

K: og så hyppigheden igen

D: De hænger lidt sammen

C: Jamen det gør de, og så kan du sige brancherapporter det er sku vigtigt, men det er jo ikke altid at du finde nogle der matcher ellers så koster det så det er u hensynsmæssigt på den der måde. Så det er måske tre til fire fordi det er jo bare nogle gange indenfor nye områder der er ikke noget der dækker. Ledelsens track, jamen lad os give den en fire også. Dialogen der er der sku altid. Forretningsplanen den vil jeg egentlig godt køre lidt ned fordi mange gange er den, eller nogle gange er den ikke formuleret. Så buldrer man bare af sted og så har man været teknologiorienteret eller noget, men du har ikke den store samlede. Og det er typisk det man laver, du forretningsudvikler jo samtidig med hvis man er ude og rejse penge fordi du beskriver, jamen du siger hvad er markedet det ved vi sku ikke, det er stort, jamen hvor stort. Sammenlignelige selskaber, hyppighed også ned fordi de kan være svære at finde. Hyppighed over organisationen, det ved jeg ikke om det giver mening at svare på. Dit personlige branchekendskab hyppighed, jamen den giver vi det samme.

K: Yes

C: Strategiske analysemodeller. Vurder venligt de strategiske analysemodeller i forbindelse med værdiansættelse. Hvor adskiller det sig fra sidste gang hvor vi talte om dem her, hvad skulle jeg der. Det var til at spotte real optioner. Arh er det ikke lidt samme diskussion

K: Jo altså hvis du føler at det er sådan

C: Jeg kan sku ikke kloge mig meget mere end det jeg har sagt

K: Nej så skriver du bare, jamen så kan du bare skrive nede i din kommentar at det bare er henvisning til 3. Det er jo din vurdering, vi skal jo ikke komme og influerer dig på den måde.

C: Men i virkeligheden har jeg måske under fem svaret mere på syv end på fem, men det jo, fordi

K: Det er jo lidt af det samme

C: Jeg må sige ja, jamen jeg kender sku ikke nogle der siger nu skal vi, når de sidder med tre år gamle vækstvirksomheder, så nu holder vi møde, nu skal vi spotte real optioner.

K: Nej nej, men vi er jo bare nødt til at prøve at sætte det i kasser

C: Ja det er rigtigt. I hvilket omfang bidrager … til kvantificering af følgende.

K: Her skal du bare sætte krydser. Og igen det er tankegangen.

C: Ja. Jamen et eller andet sted kan du sige, at hvis du anvender dem. Den kan du jo lave generisk. Fordi en livscyklusmodel, arh det er nok ikke der hvor vi ser på driftslikviditet. Så kunne det være at der kom, hvis du var en hel livscyklus, så kunne man sige, så er det nok noget med hvor CAPEX kommer ind på anlægsinvesteringer så kunne man slå et kryds der. Men det er jo generisk, det jo så, den kan i sku ligeså godt selv udfylde, hvis jeg nu skal være lidt grov.

K: Ja

C: Fordi, ja det er vækst virksomheder men jeg kan jo ikke svare intelligent eller specifikt. Jeg har ikke, altså jeg kan ikke have en egen opfattelse af det her, der afviger fra hvad man vil kunne udfylde teoretisk på den her. Alene af den grund at modellerne ikke i praksis anvendes i den her form. Det gør den når i kravler ud af huset derinde, så anvendes de ikke i den rene form andet end til meget specielle formål engang i mellem. Og det vil sige relevansen eller hvad man skal oppe i dem her, det vil være en ren teoretisk gennemgang, og den, med alt respekt, den kan i sku selv lave fordi der er ikke

K: Ja ja, det er mere også i forhold til tankegangen. Bidrager den til at kvantificere, altså i forhold til når, hvis du sidder med en vækst virksomhed og skal finde ud af okay fremadrettet hvad der skal ske med budgettet, jamen er det så nogle af de her tankegange i de modeller der er med til at, okay vi ser på Five Forces

C: Jamen der er vil være noget af tankegangen fra dem, men hvis du tager den, så vil jeg gå ind og se, hvis: Allerførst vil jeg interessere mig voldsomt for markedet. Afhængig af hvad det er for et marked, så må jeg jo finde ud af hvordan jeg kommer til det. Og der tror jeg ikke at man angriber dem via de der ting fordi der må man finde ud af hvad er der af, altså helt ned til enkelt kundeemner eller hvordan er det overordnede behov i det pågældende marked. Om det så ender med at du strukturer den viden og din søgning fordi du har ladet dig inspirer der, det gør man jo ud fra, men det er den anden vej rundt vil jeg vove påstå i praksis, at du kigger på, så det er også derfor jeg siger derfor bliver det her mere en teoretisk end praktisk øvelse fordi hvis det skulle være en praktisk øvelse så vil det kræve at man i sin færden og ageren tog udgangspunkt i det her og det gør man ikke. Men du lader dig kraftigt påvirke af det fordi det er jo en måde og sætte verden lidt i kasser. Men det gør du sku ikke i praksis når du skriver forretningsplan. Jo, hvis du, når du har fundet ud af hvad det er du vil, så kan det nogle gange være en god måde at præsentere det på fordi man så kan gøre,

sådan to-by-to den er jo altid fin til et eller andet og SWOT'en, som jo så også bliver to-by-to er jo også fin, så på den måde bruger man dem. Men du tænker sku ikke at nu skal vi lave en Five Forces på vores nye software som vi vil sælge til vinnørder. Det gør du sku ikke.

C: Hvis man hverken bruger budget eller værdiansættelsesmodel, hvordan kan man så komme frem til en værdi.

K: Skud i tågen. Det er det, det er sådan lidt

C: ja, det skud i tågen man kommer med og som er meget meget hyppigt forekommende på mere modne virksomheder, det er en multipel model du anvender på et, baseret på din læring af historisk udvikling og en forventet udvikling som du får ved at kigge på hele dynen. Sidder der et team der kan eksekvere fortsat på det her, hvordan virker det hvis de går op og ned historisk på nogle af tingene, hvad er dynamikken i bundlinjen i forhold til vækst eller negativ vækst på det her. Hvor stor en del af den vækst du måtte have bliver spist af investeringer og binding i arbejdskapital. Hele det der prøver du sådan og summe ind, og så er det du laver den kvalificerede fra hoften, så ganger vi med fem. Men der bruger du jo en metode. Så det der med og kigge på skiltet udenfor døren og sige toogtyve millioner, det har jeg ikke prøvet.

K: Det er også fair nok

C: Så der kan jeg skrive en hele vejen fordi det gør vi sku ikke.

C: Hvad jeg ligger mest vægt på, det kan jeg simpelthen ikke svare på fordi jeg bruger strategiske modeller for at kvalificere et grundlag. Jeg kvalificere min forventning til den fremtidige indtjening. Det er det jeg bruger min strategiske analytiske modeller til, og når jeg har kvalificeret det, så kvantificerer jeg mine forventning i form af et budget eller en normalindtjening for en virksomhed, så er vi helt nede og gøre det til nogle enkelte tal, om det så er normalindtjening, men ud fra det, ud fra hvor kvalificerede en holdning jeg har på det pågældende tidspunkt, vælger jeg så min model. Og derfor er det ikke en enten eller det er både og, og derfor vil jeg ikke kunne sige om jeg prioriterer den ene mere end den anden fordi jeg bruger, jeg vil nødvendigvis forholde mig til begge to

K: Så sætter du bare kryds ved begge to

C: Og fra gang til gang vil det jo så være forskelligt om du i virkeligheden føler dig bedst hjemme på at du har en bred palette af værdiansættelsesmodeller du kan bruge fordi du har et bredt input grundlag, eller om du, og er nødt til at bruge en masse fordi du egentlig er lidt i tvivl om de talrækker som du skal anvende og derfor prøver at gøre alt muligt ved dem til at få sådan lidt touch på hvad de slår ud på, eller om du kommer frem med at det her det er simpelthen som et amen i kirken at vi har det her indtægtsgrundlag så derfor er det bare den der jeg ganger igennem.

K: Jamen så er det bare at sætte to krydser, hvis du siger det er både og

C: Ja. Det må nødvendigvis blive de kvantitative fordi det er jo dem du ultimativt kan regne på og et budget skulle jo gerne være baseret på de kvalitative. Så igen så er det begge steder fordi hvis budgettet skal være noget værd, så er det en sammenfatning af alt det andet. Så der er det ikke. Skal det kun være et så bliver det de kvantitative fordi de indeholder det hele, men tror ikke at det her spørgsmål vil give jer noget fordi så går vi ind og vurderer forretningsmodellen den er skide god, men vi gider ikke bruge tallene der kommer ud af det. Men det er jo dem vi kan regne på.

K: Det er så om nogle ligger større vægt på den del end værdi så at sige

Transskribering af CF4:

K: Er det fordi den ligger sådan for tæt på med DCF-modellen eller er det fordi bare

DB (Mand): ja jeg tror ikke at du møder nogle praktikere der ret faktisk bruger en EVA. Fordi teoretisk er de equivalente som i ved, og DCF'en er bare hurtigere at lave og den er nemmere og kommunikere og det er nok det der er vigtigst i det praktiske, det er at du kan kommunikere den værdi du er kommet frem til, til en der muligvis ikke er så, specielt i vækst virksomheder, er det muligvis folk som er førstegangs entreprenører eller hvad vi skal sige. Og der er EVA, jamen det kan i vel selv huske fra Plenborgs timer, man forstår det ikke efter en halv time, og det skulle du meget gerne når du sidder foran kunden ikke. Så derfor, DCF er bare den gængse metode uanset om du laver vækst virksomheder eller modne virksomheder. Så kan man også sige på en DCF, man vil altid benytte den, men det er jo ikke altid at den er lige relevant for en vækst virksomhed fordi der er så stor usikkerhed omkring dit forecast, bare i et til to år frem.

K: Hvad gør i så? Hvad kan man så finde på at gøre?

DB (Kvinde): Man må jo gøre nogle antagelser altså lave nogle sensitiviteter. Det er jo tit det vi så bygger nogle forskellige cases.

DB (Mand): Så du laver forskellige scenarier og forskellige sensitiviteter til en DCF. Så det er jo svært at sige hvor vigtig den egentlig er for en vækst virksomhed, for det vil jo også afhænge af hvor godt et forecast har du. Hvor stabilt kan du egentlig se ind i for eksempelvis markedsvækst fordi både markedet og selskabet kommer til at kunne ligge indenfor et kæmpe spænd, så er det svært at sige. Så er det måske ikke så vigtigt.

DB (Mand): Multipler generelt.

DB (Kvinde): Men igen du bliver jo nødt til at tage en antagelse om hvor din fremtidige indtjening ligger, sådan kører det jo på dem.

DB (Mand): Altså nu kan jeg tage indenfor det space jeg synes passer hertil, har jeg haft et par vækst virksomheder på det seneste, sjovt nok alle sammen indenfor forskellige typer af tech, og der vil du altid bruge en EV/net sales multiple fordi der er ikke rigtig nogen af dem der laver en EBITDA, og hvis du gør, så får du en multiple på tres – halvfjerds gange ikke så er det ubrugeligt. Så der er multipler nok ret gode. Men alle de andre er jo svære at bruge, så multipler generelt, du vil altid bruge det, men det er bare ikke dem alle sammen.

PE, hvis det var i USA kunne det være.

DB (Kvinde): Jeg vil så sige, hvis man vil bruge den så vil man jo bruge den under en eller anden form for forud antagelse om, hvor man forventer indtjeningen for eksempel ligger om tre år, og så vil man sige okay, hvis vi tager den om tre år, der forventer vi man tjener x millioner, så smider vi en multipel på der passer

nogenlunde med de vækst virksomheder der er noget lidt længere hen i deres cycle, og så kan vi tilbagediskonterer det. Så på sådan en måde kunne man godt bruge de andre

DB (Mand): Ja det ofte sådan det er gjort på EBITDA mange gange, at du, enten finder du nogle andre vækst virksomheder som er lidt længere henne, eller der ligger måske nogen i spacet hvis du er heldig, der faktisk er mature, hvor du kan se hvad handle sådan nogle selskaber på når de er færdige, og så finder du ud af jamen hvor lang tid går der egentlig før mit selskab ligner det og så tilbagediskonterer du. Men det er med samme usikkerhed

DB (Kvinde): Men du når ud i det samme som DCF'en, altså det kan være helt hen i vejret, hvis du laver forkerte antagelser.

DB (Mand): Det samme kan du egentlig gøre for DCF'en. Den kan du vende om og sige, hvad skal vi egentlig ramme af forskellige targets for at ramme en specific valuation. Så hvis jeg gerne vil have at mit selskab skal være tre milliarder værd om fem år, hvad skal jeg så egentlig ramme i løbet af de fem år og hvordan skal mit outlook se ud. Så bygger det ikke så meget på dit eget forecast, men du bygger egentlig dit forecast ud fra en valuation. Og det kan nok særligt være relevant hvis du kigger på selskaber som vil børsnoteres, for de skal jo kommunikere et eller andet ud til markedet, så hvad tør de egentlig at sige. Det kan godt være at du i din egen plan kigger ind i at du vokser tre og tres procent, men det kan du ikke love. Så hvor meget kan du egentlig komme op hvis du lover 20 – 25, på den måde.

P/E, har du nogensinde brugt P/E?

K: Og grundlaget for at de bliver en etter det er bare generelt fordi de er negativ mange gange

DB (kvinde): Ja på vækstvirksomheder. Hvis du tager sådan en som Netcompany den vokser jo femogtyve – tredive procent. Det vil jeg faktisk også kalde en vækst virksomhed. Og der synes jeg, der vil man jo bruge P/E og EBITDA. Men det lyder som om at det her er nogle der er i opstartsfasen, så de er ikke rigtig begyndt at tjene penge.

D: Nej de er i hvert fald lige hoppet over i, så mange af dem tjener måske ikke penge

DB (Kvinde): Præcis, og hvis de så tjener penge når det i hvert fald ikke at blive til noget nede på bunden. Så under den forudsætning, så giver det ikke mening heller at bruge P/E.

DB (Mand): Jeg synes, hvis man skal tage de her kriterier og smide ned over NetCompany, så er det vel mest den korte og skiftende markedshistorik du får ud, for de har aldrig været ti år hvor de bare har vokset rimelig konsistent/konsekvent.

Det bliver meget sektor specifikt, hvis det endelig er.

DB (kvinde): Så vil du, hvis det er banker så har du noget specifikt, og hvis du er ovre i noget hvor der er store tunge investeringer så skal du nok også have capex der er reflekterede. Det kan man ikke bare selv.

DB (Mand): Ellers så er der jo nogle, hvis vi tager so me for eksempel, social media, så er der jo nogle steder hvor du bruger sådan nogle bruger multipler i stedet for

K: For eksempel active users og sådan noget

DB (Mand): Ja for eksempel.

DB (Kvinde): Men reel synes jeg ikke det er en værdiansætning vi bruger

DB (Mand): Nej. Det eneste tidspunkt jeg har brugt en lignende, der var det ikke en vækstselskab i hvert fald. Men vi bruger den jo ikke, men reelt set kan den jo godt være vigtig hvis der er

K: Hvis der er et grundlag så at sige.

DB (Mand): Ja, så det er jo svært at sige. Så er der real optioner, nu talte vi tidligere om, at man kan jo godt lave scenarier indenfor din DCF og multipler, så indirekte kan du jo godt sige at det er en real option, men jeg er ikke sikker på at vi nogensinde har brugt det med rent faktisk at lave det binomiale træ og putte sandsynligheder på og så videre, det er mere noget du gør indenfor biotech

K: Hvor du har de der fase sandsynligheder

DB (Kvinde): Og det er i hvert fald ikke biotech, det har i også taget helt fra her ikke?

DB (Mand): Så indirekte ja, men eksplicit aldrig. Så jeg vil sige, der er jo nogle, du altid hvis det er en private equity køber have en LBO på under andre modeller ikke, men på samme måde som på DCF'en så er den jo udelukkende relevant, hvis du rent faktisk har noget du kan kigge ind i, og det gælder jo både for dit forecast, men også for din exit multiple, som jo er meget afhængig af om der egentlig ligger en multiple i markedet som man kan tage højde for, så ellers bliver den jo ligeså arbitrage som forecast.

K: Det gælder vel også om at de så at sige kan betale cash flowet kan man sige

DB (Mand): Ja og igen, det handler udelukkende om forecast og det gælder os om du overhovedet kan tage gæld, fordi hvis du ikke har noget at tage gæld i.

DB (Kvinde): jeg vil sige det der med at gøre det forskelligt, altså man vil nok bruge den samme tilgang til virksomheden, så det vil være, det ikke være sådan så, hvis man siger man ikke har nogle historiske regnskaber, jamen så er det jo ikke, så vil man jo bruge et benchmark og hvis du har nogle historiske regnskaber. Du vil ikke på omsætning bruge det ene og så på omkostning hoppe helt over, og så kun bruge.

K: Nej , der skal være konsistens bagved

DB (Kvinde): Præcis

DB (Mand): Når i skriver strategiske analyser, hvordan er det så defineret?

K: Det kan være

DB (Mand): Er det selskab der udleverer en analyse er det markedsrapporter

K: Det kan være markedsrapporter og tankegangen bag teoretiske modeller altså PESTEL, five forces de der modeller, værdikæde, livscyklusmodeller. Ikke selve modellen men selve tankegangen.

DB (Mand): Og når i siger benchmark virksomheder

K: Sammenlignelige peers

DB (Mand): Ja, er det så analyserapporter der ligger på dem, er det deres regnskaber

K: Det kan være både og eller begge dele

DB (Mand): Omsætning vil du typisk knytte til – ofte når du har med sådan nogle selskaber at gøre, så vil du modtage noget materiale fra selskabet og basere det på. Og så handler det lidt om og finde ud af om det overhovedet er realistisk med den case eller om man skal lave nogle andre cases. Du vil selvfølgelig altid kunne bruge deres case, hvad er det værd med de her forudsætninger og så tilpasse dem. Det kan du gøre ud fra enten analyserapporter på virksomhederne eller sammenlignelige virksomheder eller på markedsrapporter

Strategiske analyser, det tror jeg er en etter hele vejen ned.

DB (Kvinde): Det er mere sådan et sanitytjek. Jeg synes godt, det er jo ikke sådan så i tænker altså hvis der nu kommer en konsulent, det er ikke deres strategiske analyser, og det er ikke sådan en markedsrapport

K: Hvis man nu siger det er til at kvantificere

DB (Kvinde): Så det er kvalitative analyser, det er ikke kvantitative analyser

D: Det er kvalitative analyser

DB (Mand): Jeg har hverken set en five forces eller PESTEL siden jeg gik ud af CBS

K: Det er mere generelt tankegangen bag

DB (Kvinde): Men jeg vil bruge markedsanalyser. Det kan både være relevant marked eller noget der ligner eller kunderne, hvordan ser de den der – det kan jo godt være det er en vækst virksomhed der er kommet i et nyt nicheområde hvor der ikke er nogen markedsstudie. Så finder man noget og relaterer sig til det og finder ud af giver det her mening.

DB (Mand): Lige præcis sådan nogle balance tal vil jeg basere mere på historiske

DB (Mand): Det er jo for budget år.

K: Det er fordi man kigger fremadrettet?

DB (Mand): Ja

DB (Kvinde) Specielt fordi det er vækst virksomhed så vil det være, altså typisk når vi bruger multipler eller tidlig transaktioner, så kigger man jo hvad handles den på baggrund af de seneste tolv måneder, men det ville jo ikke være relevant her fordi der vil ske så meget fra hvad der er sket de sidste tolv måneder til de næste tolv måneder, så der vil man kigge fremad.

DB (Mand): Du kan sige til den her, vi basere jo vores nøgletal på det forecast vi har lavet på DCF'en i den her

DB (Kvinde): Man kan jo sige der er elementer af det som man bruger i forhold til at overveje selskabet, men det er jo ikke sikkert at det spiller over til at blive tallet det er jo mere den historie man bygger op omkring selskabet, og der siger vi ikke vi et slide der hedder porters five forces men det er jo sådan noget der ligger når man så beskriver selskabet

K: Ja det er også tankegangen vi tænker på i forhold til real optioner. Jamen er der noget i det grundlæggende marked der gør f.eks. medico selskaber herhjemme med Porters Diamond der har en struktur der gør at der er gode vækstmuligheder for dem her i Danmark.

DB (Kvinde): Men det påvirker jo bare ikke når du skal sætte tallet i forhold til en værdiansættelse. Det påvirker når du skal sælge selskabet, positionere selskabet, bygge en historie op omkring den og når du så har sagt okay og vi er blevet enige om hvad det er for nogle tal så underbygger de faktorer den historie i din værdiansættelse.

K: Så kommer der lidt mere kvalitative ting

DB (Kvinde): Jeg synes man bruger det meste. Man kan sige virksomhedens budgetter det afhænger jo af om man har adgang til dem eller ej, så det er jo lidt situationen altså hvis man har fri adgang til de her ting, så vil jeg da ikke lade noget af det ligge

DB (Mand): (Omkring organisationens know-how) Den vil jeg måle mere på ledelsens track-record

DB (Kvinde): Forretningsplan ikke, det er nok den eneste jeg vil tage lidt længere ned fordi den er så subjektiv. Men hvis det var produktets uniqeness eller markedsposition for eksempel, det er også noget jeg vil kigge på, hvad er det for et produkt, definere man et nyt marked eller kommer man ind faktisk i et marked

K: Hvad med at kigge på om det er første generation eller tredje generations produkter kunne det være?

DB (Kvinde): Det kunne også godt være, helt sikkert

DB (Mand): Det er svært det der med forretningsplan og organisationens know-how netop fordi det er så subjektivt. Så reelt set så bruger du det vel altid, men hvis du er usikker på det så vælger du jo ikke at gøre brug af det på den måde. Det er lidt det samme med personlig branchekendskab, hvis du har det så bruger du det. Hvis du ikke har det, så bruger du det ikke. Og vil det være forskelligt for os to nu hvor hun har fire år mere end jeg har i erfaring. Så har hun sandsynligvis flere brancher hun har kendskab til end jeg har. Så er der gut-feeling som man helt ikke må estimere en værdi på.

DB (Kvinde): Ej den vil jeg gerne give en toer på for jeg tror faktisk nogle gange, hvis man laver en værdiansættelse og alle tallene er rigtige, er det/giver det mening? Og sælge til den her værdi.

K: Altså det der med lige at tage den op i helikopter perspektiv

DB (Kvinde): Ja, og det vil jeg jo så referer til som. Din værdiansættelse det er jo en skrivebordsøvelse. Hvis du ikke lige tager det der standpunkt og træder et skridt tilbage, okay min bottom up analyse, jeg var helt enig i at revenue skal sætte den her udvikling, så ender du ud i en værdiansættelse der hedder ti milliarder fordi du har sådan en hockey stick. Det er nok ikke en vækst virksomheds hverdag, og så er der noget der er lidt specielt ved en vækst virksomhed den er risiko lidt ligesom man har i biotek, hvad er din sandsynlighed for at lykkes. Så er det måske sådan en jeg vil kigge på.

DB (Mand): Så i det omfang hvor det er et udtryk for din erfaring så ja, og det er jo sådan mere generelt altså hvad har man set før. Typisk den første værdiansættelse man laver når man kommer ud fra CBS, der tror man bare når det er det den er værd, jeg syvhundredetreogfyrre i DCF'en så er den nok syvhundredetreogfyre værd ikke.

Transskribering af PE1:

Spørgsmål 1:

Vores valuation framework indeholder mange forskellige modeller, hvor DCF-modellen er en af dem. Vi anvender altid DCF modellen, når vi skal vurdere en investering. Så er det selvfølgelig et spørgsmål om hvor stor vægt, du ligger på DCF-modellen. DCF-modellen har selvfølgelig en tendens til at overvurdere værdien af en virksomhed.

Multipler anvender vi også altid, men det er klart hvis vi har at gøre med en virksomhed, som ikke er rentabel, så har du selvfølgelig svært ved at anvende multipler. Men det er klart, hvis du køber en virksomhed, som ikke er rentabel, så er der en række multipler, som ikke giver mening og især de multipler som indeholder bogførte balance poster er jo endnu mere off, når vi snakker om vækstvirksomheder. Price /earnings og kurs/indre værd anvender vi aldrig, men EV/EBIT og EV/EBITDA anvender vi flittigt, men vi anvender også afarter den så som EV/EBITA eller Cash-EBITDA (-CAPEX). Alt efter hvilke investeringsprofil virksomheden har – nogle gange har virksomheden haft store investeringer forud for vores investering eller vi kigger ind i nogle tunge investeringer. Så er det bedre at anvende cash-Ebitda fremfor EV/EBITA. EV/omsætning kan også være vigtigt, hvis man kigger på en investering, som vækster meget og da der nok ikke er så mange andre multipler, som man kan kigge på.

Spørgsmål 2a:

Typisk gør vi det at vi laver en fuld operationel model – Fuld P&L, balance og cash flow, hvor man har mulighed for at modulere alle mulige forskellige antagelser. Man har også mulighed for at inkorporer alle mulighed hjælpeniveauer. Denne fulde operationel model anvendes så som input både til DCF og LBO, som vi anvender til værdiansættelse og multipler.

2.B

Det er jo klart at man kigger på hvad der er sket historisk. Hvis der skal være en step-changes i forhold til det historiske, så skal der jo også være nogle gode forklaringer på hvorfor der skal være en markant anderledes vækstrate. Endvidere kigger vi også på budgetter og den forretningsplan, som ledelsen har lavet og så har vi en diskussion med dem. Typisk, når vi køber en virksomhed, så laver vi også en kommercielle due diligence, hvor vi har nogle konsulenter til at komme med deres udsigt på hvordan markedet skal forløbe fremadrettet. Denne kommercielle due diligence anvender også i forhold til estimater på væksten på top-linjen. Når vi kommer ind i en virksomhed, så er det mange gange på grund af at der skal ske et strategisk skifte (nye markeder etc.), hvor man forventer, at toplinjen vil vækst. Derfor er historiske regnskaber mere et sanity check. Omkostningerne modulerer vi mange gange med virksomheden ledelsen, så den er lidt mere tricky.

Altså omkostningsniveauet skal passe sammen med den strategiske plan, som virksomheden forventer. Altså hvis virksomheden forventer, at de skal ind på markedet i Tyskland, så skal omkostningsniveauet også passe med at de skal ansætte flere sælgere og at de skal bruge flere penge på marketing. Omkostningerne bliver moduleret i forbindelse med udarbejdelse af den strategiske plan, så omkostningerne passer i forhold til de initiativer som virksomheden forventer at lave.

I forhold til vækst terminalperioden – så laver vi DCF-modellen, men vi tillægger den ikke så stor værdi, så derfor bruger vi ikke super meget energi på væksten i terminalperioden. Vi har en tommelfinger regle, som siger at vi har 3 % vækst og 1 % inflation, så vi har en vækst i terminalperioden på 2%. Til estimeringen af WACC anvender vi mange benchmark, som er udarbejdet af analytiker fra forskellige corporate finance huse. Så vi får typisk forskellige rapport fra corporate finance huse til at estimere WACC.

Spørgsmål 4a:

Normalt tager man udgangspunkt som vækstvirksomheden lige har leveret finansielt. Vi har typisk en dialog med ledelsen omkring hvad for en plan det er og hvad der så ligger i den i forhold til det kommende regnskabsår. Så har vi selvfølgelig vores view på om det er realistisk. Det er så det vi tager udgangspunkt i. Vores udgangspunkt er så på baggrund af benchmark virksomheder og strategiske analyser. Så på den måde prøver vi at få et samlet billede virksomheden.

Spørgsmål 6:

Organisations know-how er meget case by case – i nogle selskaber er det super vigtigt og andre virksomheder er det knap så vigtig. Dine personlig gut feelling – det er nok svært at sige, at den ikke spiller en rolle.

Spørgsmål 7:

Det er klart at de faktorer, som der er i de forskellige modeller – kommer på en eller anden måde til udtryk i den due diligence, som vi laver, når vi investerer i et selskab. Vi laver en kommercielt due diligence, hvor vi kigger på markedet og andre faktorer i virksomheden.

Spørgsmål 10

Jeg vil vælge strategiske modeller, da en værdiansættelsesmodel vil være ligegyldig, hvis de strategiske modeller ikke var med til at kvantificere input størrelserne.

Spørgsmål 11

Her vil jeg anvende samme rationale som forrige spørgsmål. Hvis du bare har tallene uden konteksten og uden forståelse for virksomheden, så giver det ikke mening at lave en værdiansættelse. At forstå konteksten omkring virksomheden, det er det som gør dig i stand til at sætte den korrekt værdi på virksomheden.

Transskribering af CF5:

Typisk vil tech virksomheder blive handlet på høje EV/EBITDA og EV/EBIT multipler og det vil de på grund af den store vækstpotentiale og på grund af at deres omkostninger ikke scalere 1 til 1 i forhold til omsætning, når de vækster. DCF modellen er en fis i en hornlygte, da du kan få en DCF-model til at vise hvad som helst. Du kan bare justere på din WACC og andre parametre. Vi anvender DCF-modellen, som understøttelse til vores peer-group valuations. For mig er en DCF-model ikke så praktisk relevant, da mange af de vækstvirksomheder, som vi hjælper ikke har et steady cash flow, hvor modellen har sin berettigelse.

Når det starter for os, er selve peer-group valuation. Her kigger vi på, hvad tilsvarende virksomheder bliver handlet på. Vi anvender mange typisk EV/ EBIT(DA). Der kan dog være noget inden for værdiansættelse af tech- vækstvirksomheder, når det kommer til aktivering af udviklingsomkostninger. De store teknologierhverver reverser, hvis target har aktiveret udviklingsomkostninger, så de kigger på en anden multipel. Det er godt nok nogle omkostninger, som har haft, men de har valgt at ligge dem på balancen, men det er jo nogle omkostninger, som I har haft. Ved at justere på aktivering af udviklingsomkostninger kommer vi tættere på nøgletallet cashflow-ebitda.

Hvor man anvender optionstankegangen er ved biotek selskaber. Her bruger vi probability of success i forskellige spore. Her går vi ind og kigger på deres kandidater og hvilke fase, som de er i og hvad er så probability of success for denne kandidat. Dette koges, så sammen til et cash flow, hvor du så kan lave en DCF-model. Et problem, som der er i forhold peer-groups er jo at du godt kan have en EV/EBITDA eller EV/omsætning. Så har du en virksomhed, som omsætter for 300 mio. kr. og en anden peer, som handles til 2 mia. Kr, så du har faktisk en peers-group, som kan være meget uhomogene og som kan vækst meget forskelligt, hvorved du rammer mere ved siden af på skydeskiven.

Spørgsmål 2b:

På omsætningen kigger vi meget på den historiske udvikling og så prøver vi at fremskrive den. Vi anvender også historiske regnskaber som inputs til omkostningerne og arbejdskapitalen. Vi kigger meget historisk og på WACC'en kigger vi meget på benchmarks virksomheder.

Væksten i terminal kan man gøre på mange måder. Vi sidder i øjeblikket med en virksomhed, som er meget afhængig af et given regelsæt og hvis dette regelsæt bliver ændret, så har der ingen virksomhed mere. Her satte vi terminalperioden til 0, da det udtrykker den risiko, som der er forbundet med dette regelsæt. På denne måde har vi i hvert fald et floor på vores værdiansættelse og hvad det minimum vil være værd.

Spørgsmål 4a:

Altså den helt store udfordring for os er at få data fra databaserne. Der kan være du har value og deal, men hvad fanden var deres omsætning. Det står der ikke så tit. Eller det står der ofte ikke. Nogle gange kan man

være heldig at finde den på nettet og nogle gange kan du tænke at de nogenlunde har de antal kunder og dermed kan du sige at de nogenlunde vil have en omsætning i dette niveau. Hvis vi kan finde tallene i en database, så gør vi naturligvis det. Nogen gange må du estimere dig frem og andre gange må du bare anerkende, at du ikke har dataene. Ved bare enterprise value er sådan, men vi ved ikke hvad omsætningen er. EBITDA kan der være endnu mindre data på, men hvis det er danske selskaber, så kan du bare trille ind på CVR og så vil du ihverfald være godt kørende på ebitda niveau.

Spørgsmål 6:

Vi bruger alle disse faktor, når vi kigger på et selskab. En af mine mantra, når man kigger på en teknologi virksomhed. Naturligvis kigger vi på tidligere årsregnskaber, men netop fordi at….hvis man tager en virksomhed, som Dinero, så vokser den med 266 % om året. Når du sidder og skal lave en deal i august 16, så er det squ ikke så relevant, hvad de lavede i januar 2015. Det var en helt anden type virksomhed og på et helt andet niveau dengang. De vokser jo så hurtigt. Jeg plejer at sige 12 mdr. Tilbage og 24 mdr. Frem på teknologi virksomheder. Nogle gange kigger vi på brancherapporter, men vi bruger også at lave vores egen specifikke peer-group, men vi kigger naturligvis også på om der er lavet noget (Ekstern materiale red.) indenfor den branchen, som vi nu har et sell-mandate. Ledelsen track-record er meget ikke key til selve valuation-delen, men den er key i forhold til om man kan få en succusfuld transaktion ud af det. Så tror jeg også der er en vigtigt ting, som man skal forholde sig til i forhold til hvis man arbejder med valaution metodik i vækstvirksomheder er om det er pre-reveune selskaber, da de er stadigvæk noget værd, da de har et koncept, som har et potential. Dette potentiale er dikteret af ledelsen track record, forretningsplan, markedet. Når du så begynder at få omsætning, så har du stadigvæk værdi af basis konceptet. En early stage virksomhed, vil have en sindssyg høj omsætningsmultipel, da de lige er gået i gang og stille og roligt vil denne omsætningsmultipel falde, men de vil have en lang stigning i værdisætning. Jo mere moden du bliver jo mindre kommer virksomheden basiskoncept til at fylde, da konceptet bliver materialiseret til indtjening.

Man har selvfølgelig altid en dialog med ledelsen, hvad man skal prøve og sælge det til. Hvis de har en urealistisk prisforventning, så takker vi selvfølgelig nej tak. Jeg plejer, at sige til vores kunder, at markedet har altid ret. Så vi kan sagtens stille alle mulige peer-group valuation op og DCF-modeller, men handler bund og grund om, hvad markedet vil give. Det vi nok ikke har touchet til nu, er den strategisk præmie. Den er utrolig svær at kvantificere, da det afhænger af købere.. Den strategisk præmie er dikteret af køber ikke af sælger. Hvis virksomheden har et produkt og den bliver købt af en større virksomhed, som har 5000 sælgere, som er klar til at sælge deres produkt i morgen og har et større set up. Der ligger en opportunity der, som selvfølgelig øger værdien af denne virksomhed. Det er det vi kalder den strategiske præmie. Den er intangible og afhænger af den specifikke købere. Forretningsplanen er jo key i forhold til at en specifikt køber har lyst til at investere i selskabet.

Transskribering af CF6:

Den generelle problematik med værdiansættelse af vækstvirksomheder:

Det største problem ved værdiansættelse af en vækstvirksomhed er naturligvis at vurdere virksomhedens vækstpotentiale. Det er et spørgsmål om at kunne vise til vækstvirksomhedens evne til at tjene penge fremadrettet, som naturligvis er en information af forventninger til omsætningen, evne til at holde sine omkostningerne i forhold til budget m.m. og ledelsen's eksekveringsevne. Så det er grundlæggende en vurdering af det potentiale som vækstvirksomheden har og den risikopræmie som følger af den risiko, som der er forbundet med at vurdere en vækstvirksomheds fremadrettet indtjening.

Spørgsmål 1:

EBITDA og EBIT multiplerne er vigtige, mens K/IV og P/E multiplerne er ikke så vigtigt.

Er det fordi de har negativt indtjening?

Ja, det er fordi de stadigvæk er negativ.

Spørgsmål 2B:

Til estimering af WACC anvender vi aldrig de historiske regnskaber. Vi anvender i stedet for meget damodaran's industri multipler.

Spørgsmål 5:

Realoptioner er ikke noget, som vi anvender i praksis, men realoptioner er en smuk tanke, men det er ufatteligt svært at bruge i praksis, og det er ikke en kommunikebar model, da folk (sælger red.) ikke har forståelse for konceptet.

Spørgsmål 6:

Alle de kvalitative faktorer, som I referencer til, er vigtigt i forbindelse med værdiansættelse af en vækstvirksomhed.

Spørgsmål 7:

En vækstvirksomheds omsætning og omkostninger baseres naturligvis på virksomhedens historik, budgetter, Forecast og den vækstplan, som der ligger. Omsætningen og omkostningerne er naturligvis også påvirket af makroforhold og industriforhold.

Transskribering af PE2:

Spørgsmål 1:

Vi anvender DCF-modellen mere som et sanity check i forhold til værdiansættelse af vækstvirksomheder. Vi anvender meget multipel.. det er klart… Det er det sprog, som vi taler. EV/omsætning anvender vi også nogle gang på tech-selskaber. LBO modellen er klart en videreudvikling af DCF-modellen. Med LBO-modellen laver vi jo den omvendte. VI har denne her case og lad os antage, at vi har fået IM på denne her case og management har lavet nogle estimater going forward. Så regner vi på denne case. Så finder vi ud af hvor meget vi kan geare denne virksomhed, så bygger vi vores uses and sources op. Så har vi antagelser i forhold til vækst, gearing, CAPEX, så bygger vi hele denne model op… VI regner så tilbage i forhold til hvor meget equity, som vi kan regne ind og hvilket afkast, som vi kan få.

Spørgsmål 2.B

Alle de faktor, som I nævner er super vigtigt. Andre kilder bruger vi også meget dialog med ledelsen, hvor vi udfordringer deres case og spørger ind til de underliggende faktor, som denne case nu er bundet op på. Det kunne eksempelvis være vækst i omsætning, anlægsinvesteringer osv. Man skal passe på med at justere for meget på væksten i terminal periode, da den ellers vil gå helt amok. At estimere WACC for os, er meget at stikke en fingre i luften. At øge kompleksiteten her vil ikke give ret meget værdi til værdiansættelsen.

Spørgsmål 6:

Sammenligne virksomheder: Vi er en kapitalfond, som fokusere rigtigt meget på det marked, som den pågældende virksomhed reagerer på, da vi anvender en buy and build strategi. Så sammenligne virksomheder er en 5'er for os. Hvis det markedet, hvor virksomheden agerer på ikke taler for en konsolidering, så vil vi ikke købe os ind. Noget som jeg synes I skal tilføje er industry experts. Det er noget, som vi gør rigtigt meget i, men det er også noget, som vores kolleger i markedet også gør….. Hvordan skal vi vide, hvor marginerne vil udvikle sig i markedet i forhold til en industry expert, som har erfaring og beskæftiget sig med markedet i mange år. Vi har et krav i vores investment papers at vi har snakket med 3 industry expert…. Det er jo logik for purhøns, hvis man kan leverged viden fra andre eksperter, som har været på markedet i mange år – har det jo en utrolig stor værdi i forhold til værdiansættelse af en vækstvirksomhed. Fremfor at du selv skal research i tre uger for at få en fornemmelse for markedet.

Spørgsmål 7:

Generelt er det sindsygt vigtigt at forstå markedet. Det handler om at forstå hvor meget markedet vækster, hvor rentabel markedet er, gode marginer. Specifikt for os, handler det rigtigt meget om at forstå hvor

fragmenteret markedet er pga. vores buy and build strategi. Her kigger vi meget på hvor moden markedet er og hvor fragmenteret markedet er. Men generelt så handler det meget om hvor meget vækst der er på markedet og hvor rentabel markedet er (Five forces red.).

Spørgsmål 10:

Står valget mellem værdiansættelsemodeller eller strategiske modeller, så er strategiske og kommersielle analyser, som er vigtigst, da du får en god argumentation/rationale i stedet for at putte det ind i en skide model.

Spørgsmål 11:

Det er klart, jo mere early stage vi går, jo mere bliver kvalitative faktorer vigtige. Det siger sig selv. Nu snakker vi vækstvirksomheder. Her vil jeg sige at det er en kombination af kvantitative og kvalitative faktorer.

Transskribering af PE3:

Spørgsmål 1:

Vi anvender typisk den værdiansættelsesmodel, som hedder en LBO, som er klassisk for en kapitalfond, hvor man regner lidt baglæns. Men den basere sig jo lidt på multipelværdiansættelse – altså nøgletal generelt. DCF-modellen anvender vi mange gange de steder, hvor det ikke giver mening at anvende en multipelværdiansættelse. Det kan være, når vi har en virksomhed, som har negativ indtjening eller det kan være ved en virksomhed, som har en stor indtjeningsløft eller hvis vi skal lave en nedskrivningstest til revisor. EVA er jo lidt den samme model, som DCF og de skulle helst give den samme værdi. EVA-modellen er ikke en model, som vi anvender. Andre modeller anvender vi mange forskellige af multipler, som EBITDA-CAPAX, hvis der er et stort løft i CAPEX investeringer, men vi anvender også typer såsom EBITDAC, som er før eller efter aktivering af udviklingsomkostninger. Vi anvender disse afarter for at finde et retvisende indtjeningsnøgletal for kernedriften. Disse afarter afhænger selvfølgelig af branchen m.m. EV/omsætning anvender vi ikke ret meget, men vi anvender den alligevel lidt, når vi kigger på software virksomheder og skalerbar virksomheder.

Spørgsmål 2a:

Vi laver altid den fulde budgettering – Altså fuld P&L, balance og pengestrømme. Ser symmetrien i modellen og så fremskriver den i 5-10 år og ser om det giver mening.

Spørgsmål 2b:

Under andre kilder, der vil vi nok anvende industri-eksperter og nuværende eller kommende bestyrelsesmedlemmer i forhold til disse inputs. Historiske regnskaber anvender vi meget, men vi bruger det ikke meget i forhold til budgettering af omsætningen i små selskaber, da omsætningen mange gange ikke er oplyst. Vi anvender primært strategiske analyser, vores rådgivere og vores eget kendskab til branchen til at estimere omsætningen. Benchsmark virksomheder kan man også godt anvende i forhold til at kigge på væksten i markedet. Det betyder dog ikke, at vores virksomhed vil performe dårligt, når virksomhedens konkurrenter muligvis gør. Historiske regnskaber siger også lidt omkring trenden, men den siger ikke så meget om fremtiden. Omkostningerne kan man dele det op i variable og faste omkostninger. Ved omkostninger bruger vi meget årsregnskabet. Benchmark virksomheder kan man også godt bruge, når det er produktionsvirksomheder, da de har mange af de samme faste omkostninger. Men igen, det vil ikke betyde at vores virksomhed vil performe dårligt, når virksomhedens konkurrenter muligvis gør. Strategiske analyser er vigtige i forhold til omkostningerne, da det er derigennem, man forsøger at vurdere om der er et forbedringspotentiale. Arbejdskapitalen, der kigger vi mere på de historiske tal. Historiske regnskaber er det meget dejligt at se på, hvor meget cash flow de har genereret historisk, Historiske regnskaber kan også bruges til at se om der er en trend, som følger omsætningen. Denne trend vil nok følge omsætningen, hvis

der ikke bliver lavet nogle drastiske ændringer, men det er her vi anvender vores strategiske analyser til at vurdere arbejdskapital niveauet. Afskrivninger er meget det samme som arbejdskapitalen. Her kigger vi også meget på historiske regnskaber.

Spørgsmål 4A:

Det er en kombination, hvad vi kigger på. Vi kigger mange gange både på indeværende, nuværende og budgetår i forhold til multipler. Når vi snakker om vækstvirksomheder jo mere de vækster jo mere relevant er det jo at kigge på indeværende år og budgetår end det er at kigge på historiske år. Det er så en afvejning af hvor aggressive væksten er, hvad er usikkerheden på væksten, hvor sandsynlig er væksten og tror vi på ledelsen… tror vi på deres kompetencer, organisationen, har de kapaciteten til at realisere denne vækst, som de har lagt ind. Vi kigger også på hvor sikkert det er. Eksempelvis, er det en software virksomheder, som vi har at gøre med, som har lange kontrakter. Dermed har de jo en fast indtjening i fremtiden og man kan med større sandsynlighed sige hvad omsætningen vil være. Alternativt, hvis det er en projekt virksomhed, som har fem projekter om året og det er usikkert det hele, så er næste års indtjening meget usikker.

Spørgsmål 4B:

En ting er jo at vi forsøger at regne os frem til et normaliseret / estimeret EBITDA, men vi skal også estimere den faktor, som vi ganger på. Den faktor er jo på baggrund af en fuld analyse af virksomhedens ledelse, om det er en god virksomhed, god produkter, god markedsføring, gode markedsudsigter og stabil cash flow. Disse faktor er jo med til at trække multiplen op.

Spørgsmål 6:

Historiske regnskaber. Vi kigger altid på tidligere regnskaber og gerne 3-5 år tilbage i tiden. Det er for at få en fornemmelse af hvordan trenden har været i arbejdskapitalen, hvordan har deres cash flow været. Man får mange gode information igennem årsregnskaberne, men årsrapporten mangler også en del information og er dermed ikke så analytisk. Der er et problem, at mange gange er omsætningen skjult i årsrapporterne og der er en masse underliggende driver og faktorer i en virksomhed, som ikke kan læses igennem en årsrapport. Virksomhedens budgetter er super vigtigt, når det er sagt, så er det noget, som vi forholder os meget kritisk til. Det er igen en virksomhed, som skal sælges og jo højere budget, som de har, jo højere værdi vil de også få alt andet lige. Vi er meget kritisk overfor virksomhedens budgetter og vi vurderer hvor realiserbar og sandsynlige de er. Brancherapporter, er ikke altid mulige at finde. Brancherapporter om lige den specifikke branche kan mange gange være svær at finde. Vi bruger altid rådgivere, som forholder sig til branchen, marginer, markedsvækst. Det bruger vi altid. Ledelsens track-record og dialog med ledelsen har jeg givet 5, men ledelsens track-record er jo ikke nødvendigvis det mest afgørende, da der godt kan have været nogen positioner i andre virksomheder, hvor det ikke har gået så godt, men de kan være fantastiske i denne her virksomhed. Det er mere bare en generelt vurdering af ledelsen om deres troværdighed, kompetencer, deres

muligheder og deres eksekveringsevne. Deres eksekveringsevne er key. Du kan have verdens bedste forretningsmodel, men hvis du ikke kan finde ud af at eksekvere, så sker der aldrig en skid. De bedste virksomheder, som vi har haft er faktisk virksomheder, som er i en svær branche, men som har en kanon ledelse, som kan finde ud af at eksekvere bedre end deres konkurrenter. Forretningsplan har jeg også sagt 5-5, og det hænger sammen med ledelsen – det hænger også sammen med budgetter. Det hænger egentligt også sammen med strategiske rapporter. Forretningsplanen skulle gerne tappe ind i nogle muligheder, som bruger nogle af virksomhedens nuværende kompetencer, know-how til at realisere nogle af de muligheder, som der ligger ude i markedet. Det er jo en del af vores værdiskabelsesplan. Det er key for os. Sammenligningen virksomheder har jeg sagt 4 og 5. Vi anvender altid sammenligningen virksomheder, men vi kan ikke altid få tilstrækkelig information. Børsnoteret virksomheder i vores segment vil typisk blive handlet til nogle høje multipler og der er ikke ret mange af dem. Det er ikke super relevant for os at kigge på. Der er typisk ikke så mange, og dem som er sammenligne – de er typisk meget større. Vi kigger altid på det og de giver god information til brutto marginerne / gross margin. Du kan få noget markedsindsigt. Du kan få lidt indsigt i de produkter, som virksomheden har. Vi bruger altid denne slags analyse, men vi har svært ved at sætte to strenger under facit.

Organisations know-how og den hænger lidt sammen med ledelsen, så derfor 5 – 5. Organisations know-how er super vigtigt og det er altid noget, som vi kigger på. En, som også hænger lidt sammen med organisations know-how og særligt i mindre virksomheder er person afhængighed. Det er noget som vi ser meget i vores virksomheder. Der er kun en ledergruppe, bestående af den adm. Direktør og en lille håndfuld medarbejdere. Der er en ekstra høj person afhængighed og denne person afhængighed er mange gange noget, som bliver prisset ind i værdien af selskabet. Hvis han får en tagsten i hovedet, så falder værdien af virksomheden drastisk. Den risiko bliver man nødt til at prise ind. I store virksomheder, som har en ledelsesteam på 10 person som alle har kommercielle kompetencer – kunne alle 10 godt blive adm. Direktør i selskabet. Her er personafhængighed betydelig mindre.

Personlige branchekendeskab er afgørende, men er ikke totalt afgørende. Vi bruger altid vores personlig branchekendskab som vi har herfra og så hiver vi også erfaringer ind fra vores netværk. Mit personlig gut felling er ekstremt vigtigt og vi bruger det altid. Vi laver aldrig en handel rent på kvantitative faktor, men vi skal også have en god mavefornemmelse, vi skal forstå branchen, vi skal forstå hvorfor de har nogle gode kompetencer, vi skal også have en god produktforståelse.

Spørgsmål 7:

Vi anvender de forskellige strategiske modeller meget selektiv afhængig af hvilke branche, som vi kigger på. Hvis vi har en branche, hvor kunderne har en stor forhandlingsstyrke, så går vi jo ind og kigger på Porter's five forces. Så kan det være at vi går ind og kigger på delelementer af modellen. Strategiske analyser anvender vi altid og det er ekstremt vigtigt, men vi er meget selektive – det er enkelt modeller en gang imellem, som vi anvender eller så anvender vi brudstykker af enkelte modeller.

Spørgsmål 10:

De strategiske analysemodeller bruger vi til at retfærdiggøre enten en forecast eller budgetperiode før vi anvender dem i vores værdiansættelsesmodeller. Vi vil altid lave en værdiansættelse – enten som multipelværdiansættelse eller som LBO eller DCF. Værdiansættelsesmodellen bliver bedre og bedre jo flere strategiske analysemodeller, som man putter nedover.

Spørgsmål 11:

Her vil jeg nok sige at de kvalitative faktorer er vigtigste vedrørende værdiansættelse af vækstvirksomheder. De kvalitative faktorer er også de sværeste faktorer at analysere og kvantificere i form af hvad betyder det, at man har en 12-tals CEO eller 10-tals CEO.

Transskribering af VC1:

Spørgsmål 1:

Det vi kigger på er omsætningspotentialet i virksomhederne. Så det bliver ikke helt en DCF-model, som vi kigger på. Det er en afart af DCF-modellen, som vi kigger på. Selvfølgelig kigger på bundlinjen væksten, men det mest interessante for os er toplinje væksten. Det er meget sjældent at vi anvender en DCF-model.

K: Er det fordi at I ikke ser på DCF-modellen på den måde?

Problematikken er jo at DCF-modellen er god til stabile virksomheder eller en virksomhed, som har en stabil udvikling, hvor virksomheden er i vækst. Hvis du eksempelvis tager en virksomheden, som Novo Nordisk, så kan du sætte dig ned og sige: Nå men den vil nok stige med 10-15 % om året og så kan jeg ligge bundlinjen ovenpå. Der kan dog godt være forskellige hick-ups på vejen, men deres vækst er rimelig jævnt og stabil. Altså dit udfaldsrum i dine inputfaktorer er meget mere stabil end hvis det var et vækstselskab. I denne type virksomheder, så er der selvfølgelig ikke ret meget cashflow, så vi er nødt til at kigge på toplinjen. Når man kigger på toplinjen, så er væksten selvfølgelig også noget helt andet. Hvis virksomheden vokser med 60-70 %, så er det dårligt. Vækstvirksomheden skal op og ramme 100 % før det er acceptabel. Før du går ind i Serie A runde, så har du forventninger til at virksomheden vokser med 10% om måneden. Når du går ind i en Serie B runde, så forventer du en vækstrate på omkring 200-300 % årligt. Det er ret svært at lave cash flow for en virksomhed, som vokser, så meget om året. Du kan ikke helt forudsige det, men dog kigger du på forskellige matrixer – altså hvad koster det at få en kunde, hvad bidrager en kunde med. Så du kigger ikke så meget på bundlinjen, men du kigger mere på toplinjen og så kigger man på de underliggende matrixer (Cost pr. customer etc) om de holder vand. Hvis de holder vand, så ved du også godt hvad lønsomheden vil være den dag, hvor du skærer ned på væksten og bare lader skibet sejle.

Altså multipler – der bruger vi nogle andre multipler. Vi kan eksempelvis anvende multipler såsom ARR. ARR bliver anvende på subscription based companies, hvor sidste månedsomsætning er den bedste forklaring for de næste 12 måneder. Sådan en ARR multipel ligger på 3-12 stk. afhængig af virksomheden skalerbarhed, hvad koster en kunde, life time value etc. Det er det der afgør om du får multipel på 3 eller 12. Det normale gennemsnit ligger på en 7 stykker. Det er et godt fingerpege i forhold til, hvad du kan få for det. I denne type virksomhed er det relativt nemt at finde ud af deres værdiskabelse. Hver gang de anvender en omsætningskrone, så kan de bare gange det med 12 og gange det efterfølgende med multiplen. ARR-multiplen er i hvert fald vigtigt for denne type virksomhed.

K: Denne ARR multipel er den ikke nemt at boost op eller ned?

Nej, det er den faktisk ikke. Hvis du nu har en kunde, som har committed sig til 12 måneder, så er det kun en 1/12-del af dens omsætning, som vil indregnes i den måned. Så du vil få en mere jævn udvikling. Det er en

interessant problemstilling, som I har taget fat i. Der er mange software virksomheder, som laver den fejl, at de tror, at hvis de kan få kunderne til at betal upfront, så har de lige hævet deres MIR, men det er faktisk en forkert måde at opgøre det på. Så derfor er vi nødt til at korrigere det mange gange.

Noget som vi også kigger rigtigt meget på det er benchmark. Vi har et selskab, som er indenfor gamning-branchen. Den er rigtigt umulig at værdisætte i den tidlige fase. Så derfor kigger vi meget på benchmark. Vi kigger meget på sammenligne selskaber, som har været ude og hente kapital i A, B og C runder. Vi kigger på deres udvikling i disse runder og så vurderer vi om vores selskab vil kunne have den samme udvikling fremadrettet. Det kan godt være at niveauet stiger, hvilket skyldes den teknologiske udvikling og risikoen i markedet, da markedet er blevet mere moden osv.

Hvis man er på BtC markedet, så går vi meget ind og kigger på værdien pr. brugere. Det var den måde at Edomondo blev solgt på. Så finder du af, hvad du kan tjene per. Brugere og så finder du en multipel på den måde.

Spørgsmål 4A:

En anden problemstilling er i forhold til bankerne. Bankerne er i hvert fald ved at vende sig til mindsettet. Du kan godt have en fantastisk virksomhed, hvor du får mange abonnementer ind hver måned, men du har bare ikke noget til at stå på din balance. Derfor har du ikke noget at stille sikkerhed for, hvis du skal have et lån. Det kan godt være du har 5 mio. kr. i fast månedlig omsætning de næste 3 år, men det er ikke materialet for bankerne.

Der kigger vi ikke på nøgletal for sidste år. Det vi kigger på typisk – for at have en vist stabilitet – hvordan ser udviklingen ud det sidste år, men det sidste kvartal er ret vigtigt. Når vi skal sætte forskellige KPI'er i vores investering. Så kigger vi på at der skal være en stabil udvikling de sidste 3 måneder.

Benchmark virksomheder er vigtigt, da det er med til at afgør om du får en multipel på 3 eller 12. Der går man ud og kigge på hvad tilsvarende virksomheder er værd. Strategisk analyser er næsten vigtigere end det andet.

K: Hvordan bruger i strategiske analyser?

Altså du kan sige, at vi går ind og kigger på nogle forskellige parametre. Vi kigger eksempelvis på ledelsen, teknologi, markedet. Er det et markedet, som vokser kraftigt. Altså kæmper du om markedsandele eller kommer markedsandelen bare af sig selv?

Spørgsmål 6:

Brancherapporter er fin, men det er svært at opdrive dem. Det er fordi der ikke er lavet så meget på det område. Lad os tage et eksempel – vi har to AI selskaber i vores portefølje. Så får vi fat i en rapport, hvor

man har taget 400 selskaber i Europa, men det er kun de 400 selskaber, som man kan spotte. De er kommet med. Det er ikke som CVR-registrering, hvor du bare kan slå alle selskaberne op og du har adgang til deres regnskaber osv. Det viste sig så, at 40 % af de 400 selskaber faktisk ikke var AI- selskaber. De lavede bare matematisk modellering. Upcoming selskaber er sværere at kategorisere.

Sammenligning selskaber – jaaa, den er vigtigt, men omvendt så kan man sige, at der altid er et tvist. Det er nogen gang pære og bananer, når man sammenligner to selskaber. Du kan have en stor virksomhed og en lille virksomhed, som kan have vidt forskellige potentialer, selvom de er i samme branche. Så det kan være svært at sammenligne de to selskaber.

Transskribering af CF7 – Kun besvarelse af spørgeskema:

Transskribering af PE4:

Generelt spørgsmål:

Faldgrupper ved værdiansættelse af vækstvirksomheder:

Det er super vigtigt at forstå omverdenen, når du har at gøre med en vækstvirksomhed. Eksempelvis med Tesla – hvad kommer der til at ske med det markedet – det handler ikke kun om at kigge på Tesla, men det handler om at forstå hele markedet og dens dynamikken. Faldgruber er også at forstå væksten – altså hvilken salgs vækst snakker vi om. Eksempelvis om det er licens eller subscription (Software). Ved subscription omsætning har du en langt bedre kvalitet i din omsætning, da den er mere vedværende i forhold til licens, hvor du får en engangsbetaling. Man skal heller ikke tænke for langt ind i himmelen, man skal også have tænkt ind, hvis nu en kunder stopper og have regnet ind de bump, som der nu er på vejen. Jeg tror real optionsteorien er et meget stærkt værktøj til vækstvirksomheder, men det er bare utroligt svært og komplekst.

K: Hvorfor tror du det er svært?

Det er bare endnu flere inputs og antagelser i noget, hvor der er mange antagelser i forvejen. Nogle gange skal man passe på med at bruge for mange antagelser og man skal gøre det så simpelt som muligt, når man kigger på vækstvirksomheder. Det handler om at få defineret de antagelser som du stoler på og hvilke antagelser er svage. Kan man forberede de svage antagelser på en måde eller skal man bare have det ”MEN” med i sine analyser. De svage antagelser er det meget følsomhedsanalyser som vi bruger til at blive klogere, men vi tager nogle gange også en ekstra runde for at se om der er en ekspert, som har noget viden. Så der tager vi nogle gang lidt mere kvalitative faktorer i spil.

Spørgsmål 1:

Vi anvender aldrig P/E og K/IN.

Hvad skyldes det?

Det er bare typisk ikke den linje (resultatopgørelsen), som vi ser som værdiskabende efter skat. Vi anvender mere price/book, når net income er vigtigt.

Spørgsmål 2:

Normalt laver vi en hele P&L, balance og pengestrømme. Og igen det kommer lidt an på selskabet. Noget, som vi kigger meget på, er virksomhedens cash generation og vi har nogle selskaber hvor cash generation er meget stabil og så bruger vi bare virksomhedens EBITDA og ganger cash generation på og så har du

virksomheden free cash flow. Det er en meget simpel løsning. I vækstvirksomheder vil du modullere ned på omkostningsniveauet – hvis du har en ran-bump periode osv., så vil jeg modulere en fuld P&L, balance og cash flow.

Spørgsmål 2.B

K: Hvad er grunden til at I ikke anvender så meget benchmark i forhold til omsætning, omkostninger osv.?

Vi tror at virksomhederne er så unikke, at hvis du skal ned og lave et godt forecast, så mener vi at det er bedst at dykke ned i de strategisk analyser. Ja selvfølgelig vokser markedet, men hvad kan dette selskab tage af markedsandele. Det kan også være i forhold til vækst, hvad der et for nogle initiativer, hvornår kommer de. Det kræver mere detail planlægning i et vækstselskab.

Spørgsmål 4a:

Vi anvender både historisk og fremadrettet budgetter, men vi anvender faktisk også LTM. LTM mener jeg er vigtigt i forhold til en vækstvirksomhed. Nogle gange beregner vi også run-way (ARR) – hvis vi har en virksomhed som er subscription base, så er det jo sidste måned, som er mest vigtigt, da det er det bedst grundlag for fremtiden.

Spørgsmål 6:

K: Når I laver et investment paper, har I så et kvalitative set-up, som i følger?

Ja, vi har et kvalitative set-up, som vi anvender. Vi har 10 kriterier, som vi kigger på hver gang at vi skal lave en investering i et selskab. Helt praktisk, så gennemgår vi de 10 kriterier og score dem fra 1-5. Her bagved har vi et helt katalog af analyser, som vi også laver. Der er dog også problematikker, såsom ledelsen track-record. I små og mindre kendte selskaber, kan det være svært at finde den information omkring en person. Men bund og grund kigger vi på hvordan de har drevet selskabet (eksekveringsevnen). Ledelsen er super vigtigt for os, da vi ofte er en minoritetsaktionær. Derfor kan vi ikke bare kan smide direktøren ud, hvis vi synes han har gjort det dårligt. Af den grund har vi en større dialog med ledelsen. Vi skal virkelig finde ud af om vi kan eller ikke kan med ledelsen af det pågældende selskab. Vi skal også tro på at de kan løfte denne her vækstcase.

Spørgsmål 10:

Det er super svært…. vi har også et vækstselskab og om værdiansættelse er 2x omsætningen eller om den er 3x omsætningen. Bare vi er sikker på at vi kan få pengene igen og at vi tror på den langsigtede strategi. Vi kigger også meget på makro trends. Vi investerer længere end andre. Vi vil gerne holde noget for evigt, hvis

vi kunne. Vi kigger meget på lange tendenser såsom digitalisering. Det er ikke bare noget, som der er der nu, men det er noget, som er kommet for at blive. Derfor er det de strategiske modeller, som er vigtigest.

Spørgsmål 11:

Her vil vi vælge kvantitative faktorer, da man har mulighed for at afdække meget strategisk via kvantitative analyser. Vi vil gerne sætte nogle tal på det, så vi har mulighed for at cementerer noget. Selvfølgelig er kvalitative faktorer også vigtigt. Man kan sige, at det er det kvantitative, som overbeviser os, men hvis der er en kvalitative mangel… eksempelvis ledelsen, så er det nok til at break en deal.

Transskribering af CF8:

HB (Kvinde): Men jeg vil mene at DCF'en altid har en rolle for det meste

HB (Mand): Jeg vil sige indenfor vækst virksomheder vil jeg sige at den er lavere end DCF fordi det kan tit være svært at bruge mange af dem

HB (Kvinde): Ja især fordi at det er jo så vigtig ved multipler og finde en der har den samme vækst den en anden, og der kan det være ret svært og finde nogle i de i viser her. Af egen erfaring da jeg selv lavede bachelorprojekt om en virksomhed eller værdiansat en virksomhed som kun havde eksisteret i tre år og havde bare eksploderet derud af, og der læste vi et studie fra Plenborg om at bruge ROE altså egenkapitalforretningen fordi det kan være en meget god måde at ramme samme vækst på, så det er noget i også kan overveje at læse op på. Jeg kan ikke huske hvad studiet hedder, men det er i hvert fald noget med egenkapitalforretningen og Plenborg så det må i lige læse op på.

HB (Mand): P/E bruger vi næsten aldrig specielt ikke hvis det er vækst virksomheder, som regel der er deres earnings negativ. Kurs/indre værdi, nej, tit så er den indre værdi ikke rigtig, eller i hvert fald mindre og mindre vigtig. EV/EBIT

HB (Kvinde): Det kan måske være den der vi bruger mest og så lidt mindre, eller hvad? Eller samme niveau

HB (Mand): EV/EBIT versus EBITDA kommer ekstremt meget an på hvad det er for en virksomhed og hvor meget afskrivning og hvor CAPEX tung det er og hvor hvordan der regnskabspraksis den er. Jeg vil sige at hyppigheden er, EBITDA multiplen, den er hyppighed måske lidt mindre på EBIT, fordi i vækst virksomheder, altså jeg tror vigtigheden den er sådan medium, fordi at det tit kan være lidt misvisende billede af værdien.

HB (Kvinde): Man kan sige EV/Sales er det meget godt i har på fordi vækst virksomheder ofte har en negativ resultat, og derfor bliver man nødt til at gå op og bruge EV/sales for at få en multipel.

K: Men der er vel også nogle faldegrupper

HB (Mand): Andre multipler, ja der kan godt være noget antal kunder

K: Ja altså sådan mere i form af tech

HB (Mand): Ja for eksempel, der er nogle andre karakteristika som driver virksomheden som ikke er, som ikke slår igennem på earnings nødvendigvis med det samme og så kigger man på det i stedet for. Hvor meget hvis du kørte alle kunderne over i en anden virksomheden, hvor meget er de så værd. Men det er generelt en udfordring ved multipler når det er nogle der vækster helt vildt. Så kan du korrigerer multiplerne.

HB (Mand): Vi bruger meget de historiske regnskaber på nærmest det hele. Vækstrate i terminalperiode det er makro tit, vi kan jo kigge på nogle makro ting, hvad er forventningerne til inflation til BNP vækst sådan nogle ting ikke. Altså det føder ind i WACC'en, men benchmark virksomheder dem bruger man meget til at se på, nå okay hvordan er deres implicitte diskonteringsrente. Det har vi faktisk også før kigget på, jamen hvad er modne virksomheder indenfor segmentet, hvor meget vækster de, okay så er det en rimelig god proxy for når det er de når ud og bliver modne

HB (Kvinde): Det er jo svært at sige med vækst virksomheder og bruge de historiske regnskaber, for hvis det var tilfældet så vil virksomhedens værdi jo være kæmpe høj, så altså det jo sådan mere i procent hvordan de andre de har

HB (Mand): Virksomhedens værdi vil være meget lav, hvis du bare kiggede på. Men ja, så er det mere væksten, hvad er udviklingen, hvordan er forholdet mellem dem. Strategiske analyser bliver mest brugt hernede.

HB (Kvinde): Måske også omsætning, hvordan de kan komme ind og påvirke trusler og det der

HB (Mand): Det er meget varierende, det er meget forskelligt hvad man sådan kan få adgang til.

HB (kvinde) De bruger selvfølgelig sådan nogle analyser der er lavet af MCKinsey og i forhold til branchen som siger hvordan de udvikler sig. Så dem bruger vi og læser noget om

HB (Mand): Så snakker vi meget med management, hvordan ser i markedet, hvad har i af forventninger til virksomheden, hvad mener i der kan drive det, altså de har tit et ekstremt godt indblik i, selvfølgelig så sælger de deres virksomhed og sådan noget der, men vi har ret meget exposure til dem og arbejder meget sammen med dem.

HB (Kvinde): Det er jo også vores kunder kan man sige

HB (Mand): Men som regel så har de en rimelig god indblik i hvad, hvordan de kan drive virksomheden fremadrettet.

HB (Mand): Jeg vil sige at vi bruger begge, men i tilfælde af vækst virksomheder der vil man helt klart kigge mest fremad.

HB (Mand – omkring real optioner): Det bliver ofte meget abstrakt og svær at argumenter hjem

K: Er det fordi i tror folk, dem ude i industrien ikke har en forståelse for konceptet ved real optioner, eller er det bare lidt for kompleks at forklare til en kunde at i har brugt

HB (Mand): Begge dele. Jeg tror det er meget moderne og meget nyt koncept og bruge det, men at sidde og kigge på. Det bliver bare, alt det underliggende du så skal spytte ind i den model bliver også sådan lidt meget u kvantificerbar og svær at estimere oveni at det kan være svært at formidle og være svært at forstå. Så bliver det bare svært at argumentere en værdiansættelse hjem på baggrund af det.

HB (Kvinde): Man kan sige virksomheden egne budgetter er ret vigtige for vores værdiansættelse

HB (Mand): Vi kigger altid på deres regnskaber, vi kigger altid på deres budgetter

HB (Kvinde): I tilfælde af at de har det og hvor mange år de har det

HB (Mand): Man kigger nærmest også altid på at se om vi kan finde nogle brancherapporter der siger et eller andet om det. Ledelsens track-record den er, jo vi kigger også på den men det er ikke sindssygt vigtigt i forhold til værdiansættelsen, mere sådan i forhold til selve virksomheden at vi kigger på det som et argument. Forretningsplan, de har altid et eller andet, men kvaliteten af den er meget varierende. Men som regel i vækst virksomheder så har de en eller anden idé om hvad er det de skal nå for at få et overskud, som vil retfærdiggøre at få nogle penge hjem helt i starten. Vigtigheden er ret vigtig da den er den der skal drive hele værdiansættelsen, det er hvad sker der om fem-ti år i virksomheden. Hvis du har noget der er sammenlignelig, så vægter det rigtig rigtig tungt i værdiansættelsen. Organisationen know-how det ret vigtigt fordi, hvis du køber det her så køber du noget som ikke nogle andre bare kan komme ind og ja, det er helt sikker også noget vi kigger på og som er relativ vigtigt for virksomheden, at de ikke bare kan blive udkonkurreret i morgen, hvis der er nogle der starter et nyt.

HB (Kvinde): Altså vi sådan noget om det er logisk, men det er ikke noget der kan ligge til grund for en hel værdiansættelse.

HB (Mand): Det er sjældent, der er selvfølgelig noget, nogle af vores senior de bruger fordi de har solgt mange lignende virksomheder, de kender måske branchen, de kender lidt om hvordan er appetitten på virksomheder i det her segment. Så der kan man sige der kan man godt gå ind og sige her, det der værdiansættelse den ligger helt forkert fordi sådan er appetitten ikke rigtig i markedet den skal være anderledes. Så i visse tilfælde hvor at vi, hvor der er nogle der har noget relevant ja, så bliver det brugt. Men det er sådan lidt både og. Også personligt vi har jo ikke nok branchekendskab, for at have ordentlig branchekendskab så skal du ud og arbejde en masse i lang tid. Gut feeling det er lidt det samme, det hænger lidt sammen.

HB (Mand): Vi kigger tit på synes jeg værdikæden i virksomheder, hvor ligger de henne, hvor er det værdien den bliver skabt henne. Det er sjældent at vi, synes jeg, bruger dem, altså sætter dem op.

HB (kvinde): Vi snakker selvfølgelig om de økonomiske, altid i forbindelse med terminalvæksten, de politiske regulativer

HB (Mand): BCG Matricen er i princippet også noget du altid kigger på, produkter som de har og hvordan er det. SWOT det er princippet en opsummering.

HB (Kvinde): Vi bruger selvfølgelig ikke så meget tid på at fortælle hvor de er dårlige henne

HB (Mand): Nej det gør vi ikke, men det er noget vi kigger på når vi værdiansætter og hvor det er man kan blive angrebet henne. Altså der vil du helt klart holde det op i mod andres, kig på nå men hvor er vi henne, hvad er mulighederne og hvordan plejer det at være. Det er meget case afhængigt, så jeg vil ikke sige den ene er mere vigtig end den anden.

HB (Mand): Livscyklus betyder meget i forhold til hvilken diskonteringsfaktor du smider ind

HB (Kvinde): Måske også porters i forhold til beta

HB (Mand): Livscyklus er også hvad er det så for nogle produkter du har, hvor risikabel er dine produkter. Er der nogle der ryger ud snart eller sådan noget.

HB (Mand): Jeg tror helt sikkert at det er kvantitative, men det er kvantitativ pga. branche og markedstal det betyder meget. Altså hvad er potentialet i den her. Knap så meget de andre.

Transskribering af PE5:

Generelle spørgsmål:

K: Hvad er forskellen mellem at værdiansætte vækstvirksomheder og mere moden selskaber.

Jo mere vækst, som der er jo mere risiko vil der også være og jo mere varians vil der være. I en relativt stabil og moden virksomhed, som følger GPD væksten, så det er forholdsvis nemt at værdisætte denne salgs virksomhed – uden at de laver noget fundamental om i virksomheden, så vil dit bedste gæt på værdien i morgen, er værdien i går. Med vækstplaner så øger du ikke kun volatiliteten, men du øger også variansen. Det er gør det mere usikker at værdiansætte. Den anden ting er, at jo mere vækst der er i virksomheden jo mere vil værdien af den vækst ligge ud i terminalperioden. Det er jo altid en udfordring, da jo mere værdi der ligger i terminalperioden, jo sværere har du ved at forholde dig til værdien. Jo mere varians vil der være, når størstedelen af værdien ligger i terminalperioden.

Spørgsmål 1:

K: Den måde hvorpå du svarer på er det fordi mange af de virksomheder, som I kigger på har negativt indtjening?

Vi investerer kun i BTB software. Hvis vi kigger indenfor software universet og specielt SAAS (Sofware as a service red.) og subscription modeller, så vil man kigge meget på multipler. Dette gør man fordi de scaler. Hvis man har en software virksomhed, som har en recurring reveune base, så vil det altid være værdiskabende at bruge alt indtjening i år til at tjene mere næste år. Det har du ikke vist du sælger en iphone, så har du kun omsætning i år, men det har du ikke næste år. Så vil det være mest fordelagtig at fange denne værdiskabelse via. anvendelse af omsætningsmultipler. Det er et helt nyt regi, hvordan man kigger på virksomheder. Hvis man gik fem år tilbage så ville folk nok svarer, at de I måske mindre grad, vil anvende omsætningsmultipel.

Spørgsmål 4:

Vi anvender altid begge to (Historisk og budget red.), som et slag sanity check.

Spørgsmål 6:

De to ting, som jeg har skrevet på er placering på markedet og markedet generelt. Det er altid noget, som vi starter med at kigge på. Altså så som: Hvor stort er markedet? Er væksten høj nok? Hvordan ligger de i markedet? Er det en top 3 spiller? Kan det blive en top 3 spiller, fordi alle industrier konsolidere sig i fremtiden.

Spørgsmål 9:

Det er jo et samspil, når vi bruger værdiansættelsesmodeller og strategiske analyser. Vi anvender værdiansættelse modeller, fordi I sidste ende vil din værdiansættelsesmodel indeholde elementer fra din strategiske analyse. Hele din fremskrivning af omsætning, den måde du ser risiko på og den måde du ser dine marginer fremadrettet er drevet af den måde hvorpå du tænker strategi.

Transskribering af CF9:

O: Multipler dem bruger vi meget.

K: Hvorfor? Er det fordi det er det nemmeste eller.

O: Jeg synes faktisk ikke det er nemmest, jeg synes faktisk at det er væsentlig lettere at lave en DCF model, hvis jeg skal være helt ærlig. Multiple giver bare et godt første grundlag og er tit aller hvor du selvfølgelig finder multiplen om du finder dem på, altså transaction baseret så handler der er sket er jævnligt retvisende for hvordan det kommer til at se ud going forward ikke. Så det bruger man meget

K: Men det er vel også det der med at det er nemmere at kommunikerbar

O: Altså det er nemmere at forklare nogen, altså DCF model er jo, der er jo simpelthen så mange parametre i den som er, altså som er teoretiske. Altså som du ikke kan forklare nogle. Altså regner du en WACC ud i dag så er den på du ved fire – fem – seks procent ikke, hvilket er exceptionelt urealistisk, men det er bare det tallene siger. Så rentemiljøet og sådan gør jo at det måske ikke er så, altså vi bruger den nok mere, vi bruger nok mest DCF'en til at underbygge multiplerne med og ikke den anden vej rundt

K: Sådan en sanity

O: Ja helt klart

O (Til spørgsmål 2a): Det er jo også svært altså fordi det gør vi jo nogle gange, men altså jeg vil sige mest beregner vi ikke de underliggende faktorer, det er nok den der.

K: Altså i beregner ikke de underliggende faktorer

O: Nej vi beregner ikke så meget de underliggende faktorer

K: Hvad skyldes det?

O: Normalt så er det best gets the bet fra selskabets side, det vil være os fordi vi er jo primært på salgssiden, så hvis vi skal lave noget så er vi nødt til at stole på at de underliggende faktorer på det drive der nu engang er i den virksomhed som vi værdiansætter nødt til at stole nogenlunde på. Det sanity tjekker vi selvfølgelig på løbende, men at sidde og kvantificerer hvordan de har tænkt i deres strategiplan og sådan noget det er ikke noget vi gør. Det vil nærmere være hvis vi lavede due diligence på et selskab vi ville købe, så ville vi gå ind og sanity tjekke og undersøge hvordan de underliggende ligger. Men vi laver mest sales side så, så det er mest realistisk at vi ikke gør det.

O: Altså jeg vil sige henholdsvis, altså arbejdskapital er et af de største elementer vi har i alle vores værdiansættelser. Så hvorvidt det er de underliggende når du siger underliggende faktorer til brug af beregning af det frie cash flow, så mener jeg mere de procenter du sætter på de forskellige vækstrater for eksempel. Det gør vi ikke så meget i.

O: Altså man laver jo altid strategisk, altså du sanity tjekker jo altid det vil sige det gør du jo basicly både på de der to, de resterende er ikke noget du umiddelbart, altså der kan du ikke rigtig kører en model på

O: EVA den leger vi ikke med

K: Hvad er egentlig grunden

O: Jeg har brugt den ekstrem meget da jeg lavede min kandidatafhandling, men den er jo altså den er jo om noget i hvert fald teoretisk, og det er ikke noget vi arbejder med det er det ikke.

K: Er det forståelsesmæssig svært at forklare eller

O: Det er det jo også, men altså jeg vil jo også EVA vil jeg næsten i 99,9 af tilfældene altså på børsnoterede selskaber og som sagt altså det er bare ikke noget vi arbejder ret meget med.

K: Er det fordi estimaterne, altså hvis man tager nogle unoterede sige EVA modellen estimater til

O: Den vil blive ligesom, den vil basicly blive ligesom WACC ikke ligeså urealistisk som WACC, så er der bare ikke så meget grund for. Så det er helt klart derfor.

O: Så vil jeg sige den der, men det baseres jo på seneste årsregnskab ikke. Det er tit der man kommer ud i sådan noget, altså når du sidder med det der, der kommer du tit ud i sådan noget, sådan nogle hockey stick modeller ikke, fordi hvis du spørger din klient så er det klart at hans estimat for budgetåret er tårnhøjt, dit er, hvis du kigger på hans historik er måske væsentlig lavere så skal du finde en eller anden gylden mellemvej ikke, og det er mere på snaity og så se hvordan markedet generelt ser ud ikke, så det er en blanding den der.

O: Og med strategiske der går jeg ud fra at man også mener hvad hedder det sammenlignelige transaktioner.

K: Ja

O: Altså hvis jeg endelig skulle sige noget så SWOT analyser laver vi partu på alt hvad vi laver, men det er ikke i forbindelse med en real options model, det er den del af sanity tjekket som vi laver blandt andet

O: Know-how, er det selskabet eller os?

K: Det er selskabets

O: Den er vigtig men vi bruger den ikke så meget

K: Hvorfor det?

O: Altså det er vigtigt at de har know-how'en ikke, men det er jo basicly ikke et element vi ville bruge i forbindelse med værdiansættelsen, det er et element vi vil bruge i forhold til argumentationen overfor en køber. Så det er ikke, det er ikke sådan at jeg vil sidde og kigge på en multipel og tænke fordi han ved meget om branchen, så skal han lige have x ekstra. Det vil jeg aldrig gøre. Altså jeg vil omvendt sige, at det er bare et argument for at underbygge den her multipel vi nu engang rammer. Altså og branchekendskab er jo altid, vi kommer kun på ting herinde som vi har branchekendskab indenfor ellers så gør vi ikke. Gut feeling, jamen det er jo, det bruger man jo stort set altid, men vigtigheden er jo nok ikke så høj men man bruger den jo altid. Altså jeg tror ikke at der er ret mange teoretikere der vil synes at det er særlig smart at lave en værdiansættelse på gut feeling, men sådan er det jo altså Damodoran bruger i hvert fald gut feeling jævnligt ikke.

O: Porters Five er ekstrem vigtig. Livscyklus, den der den er svær ikke fordi kigger du på en software vækst virksomhed der er livscyklussen basicly, SAS selskaber for eksempel, der er livscyklussen jo stort set det vigtigste fordi det kommer an på, altså du ved basicly når du skal sælge et SAS selskab hvis de vækster ekstremt meget, så kan de basicly være abnorm negative på bunden og det er faktisk der de fleste købere vil betale mest for dem, for når først de begynder at komme op over deres livscyklus og begynder at tjene penge, så er de kommet så langt så stort set alle virksomheder ikke kan bruge dem rigtigt længere, så bliver det et helt almindeligt software selskab lige pludseligt. Så den er vigtig der men jeg vil sige, altså livscyklussen i en almindelig produktionsvirksomhed der er den ikke tilnærmelsesvis så vigtig.

O: Både PEST(EL) og diamond dem bruger vi stort set ikke, og ansoff og BCG bruger vi stort set ikke, så det ville være lidt små svært at.

O: Grunden til at jeg siger anlægsinvesteringer i SWOT det er mest fordi vi altid kigger på altså hvilke problemer kunne virksomheden have, som kunne gøre at entry barriers bliver relativt lave i forhold til hvilke anlægsinvesteringer de i forvejen har lavet for at komme på markedet, så det kunne være lettere for andre at komme ind. Det er det vi bruger dem til, og det ligger sig selvfølgelig også om af omkostninger og omsætning ikke.

O: Det vil være for vores vedkommende multipel DCF ikke. Jeg skriver at vi bruger kvantitative faktorer er det primært, men hvis du kigger på people business så kigger du på

K: Konsulentvirksomheder?

O: For eksempel konsulentvirksomheder eller du sådan freelance virksomheder det kunne være ingeniører/rådgivnings ingeniør, designvirksomheder og den type ting, der køber man folk, så der er det sku ikke tallene der er særligt vigtige der er det basicly at du får x per hoved. Så det er noget helt andet, det er klart kvalitativt. Men ellers alle de andre der er det sku stort set altid kvantitativt.

K: Så mere et generelt spørgsmål. Hvad ser du som faldgrupperne ved værdiansættelse af en vækst virksomhed kontra mere modne virksomheder?

O: Ved modne selskaber har du jo altid mere information altså det giver jo sig selv, så man kan sige informationsniveauet hos vækst virksomheder er lavere ergo svære. Problemet er også at værdiansætte væksten er altid svært fordi det kommer igen an på hvilke selskaber du snakker om, men helt generelt så er vækst bare rigtig svært at værdiansætte præcis som du selv sagde at når de går på børsen så har folk abnorme forventninger til dem det kræver en ledelse som kan opretholde de forventninger fordi ellers så vælter selskabet bare fordi de jo ikke har, de har jo ikke noget basis, hvor et modent selskab har altid du ved en bund til at overleve ikke og de har, vækstvirksomheder er også svære i forbindelse med at de jo har svært ved at optage gæld hvilket igen også er et element. Altså når du har, hvis du har finansielle købere for eksempel, hele det finansielle køber space skal jo have finansieret handlen på den ene eller den anden måde når de køber dem ikke. Hos vækstvirksomheder især hyper vækst virksomheder der har de bare rigtig svært ved at få finansieret fordi der er ikke noget frit cash flow til at finansierer med, så det er ekstremt svært for dem at finansierer det, så det gør det også ekstremt svært at værdiansætte. Det vil jeg sige er de primære årsager. Det er noget lettere med et modent selskab også fordi at som regel, især hvis man tænker tech branchen generelt, så vil hyper vækst virksomheder som regel være nogle hvor der er meget meget få sammenlignelige virksomheder derude, så du har ikke rigtig noget datagrundlag, altså det ville jo være sådan noget du ved ARA, Robotics eller sådan noget, hvor du basicly ikke har andre virksomheder der har lavet det før. Det er jo tit den grund til at man kan vækste på den måde. Og så har du hverken historiske tal fra selskabet du værdiansætter men du har heller ikke noget overhovedet indenfor branchen som også gør det rigtig svært, hvorimod meget meget modne virksomheder som regel har rigtig mange peers derude altså det vil de jo have.

K: Jeg tror faktisk at det var det, med mindre du har noget at tilføje afslutningsvis

O: Nej, altså jeg laver en del sådan noget sats valuation og det er en helt anden tankegang. Der kigger du slet ikke hverken på, du kigger stort set ikke på noget af det her. Det er jo sådan nogle matricer du stiller op, hvor du kigger på mange andre faktorer som turn/net turn, du kigger på recoring revenue, andel af revenue, du kigger på Gross margins mere end EBITDA margins, du kigger på vedholdelse af kunder, du kigger på pay-back periods altså hvor lang tid det tager at købe en kunde ud, som er et helt andet segment. Du vil helst købe dem mens de blødende negative, men til gengæld en relativ høj vækstrate, hvilket er meget spøjst men tilfældet.

Transskribering af PE6:

BE: Det som er helt væsentlig og forstå for Blue Equity det er at vi investerer i relativt usexede kedelige helt sikkert ikke vækst virksomheder som er den definition som du taler om Det er business to business virksomheder altid og der er en rimelig track-record Så det er sådan, du kan sige graden af forudsigelighed, hvis du kigger på hele virksomheds spektret er relativt højt. Det er ligesom startpunktet for vores indgang til det. Når det så er sagt så bruger vi, vi bruger faktisk altid en, udgangspunktet er metode fire en multipel metode og det er enterprise value overfor EBITDA. Nogle gange lidt afhængige af hvor asset heavy den er, så bruger vi den ovenover

D: Altså bare EV til EBIT

BE: Ja lige præcis. Vi anvender den ikke så ofte, men når vi anvender den er den vigtig. Så bruger vi altid DCF, men det er DCF men vi kalder det egentlig mere en LBO model, men det teoretiske backbum det er DCF. Den bruger vi altid. Men vi bruger den lidt, du kan sige, vi bruger dem på lidt forskellige faconer. Når vi er ude og møde virksomheder som er små og mellemstore virksomheder, vi kan overhovedet ikke sælge at vi taler om DCF og WACC udregninger og alt muligt kan du sige, forecast periode, terminalperiode, vi kan overhovedet ikke, der er ingen der kommer med på den vogn. Så til praktiske formål så læner vi os til en snak omkring det er, det kan folk forholde sig til, Industri ledere det er lidt ligesom det de siger, når hvad er multiplen på min virksomhed du ved, de fleste har en rimelig fornemmelse af det og kender metodikken den er top simpel den er nem at kommunikere omkring, men vi bruger altid når vi ligesom udregner hvad kan værdien blive for os, så bruger vi en DCF model. Den bruger vi bare aldrig i en partner indgåelse situation. Men du kan sige, og så har vi på, hvis du er nogenlunde indenfor samme kategori af virksomheder, nogenlunde samme profitabilitetsgrader nogenlunde samme investerings arbejdskapitalgrader og nogenlunde samme vækstrater, så er der jo nogle multipel niveauer der læner sig nogenlunde op af hvordan DCF'en kommer til at se ud, hvor der i øvrigt også altid bliver udregnet eller konsekvens beregnet en multipel på den. Så de to har vi egentlig de hænger sammen, men ude i markedet der bruger vi altid multiplen treren eller firen.

D: Og de andre anvender i ikke?

BE: Nej altså du kan sige, nej det gør vi ikke. Du kan sige en EV/omsætning der er du jo mere ude i noget detail eller et eller andet, det bruger vi sku ikke.

D: Men jeg kan sætte LBO på

BE: Ja men LBO er jo DCF, det teoretiske framework er jo DCF, men du må godt sige LBO struktureret med fuld teoribase fra DCF. Real optioner er vi ret opmærksomme på, vi er faktisk rigtig opmærksomme på real

optioner, men vi laver ikke kalkuler på dem, hvis du tænker black-scholes og noget i den stil det gør vi ikke, vi bruger, black-scholes bruger vi en lille smule i forbindelse med vores warrant programmer og vores bonus aftaler, men vi bruger dem aldrig i forbindelse med virksomheder.

D: ikke i forbindelse med værdiansættelse?

BE: Man kan sige lidt på den mentale facon er vi meget tunet ind på hvad ligger der af real optioner, og du kan sige forretningsmuligheder som kan eksploderer eller føre til noget, hvad ligger der, dem er vi meget observante på, men det er sådan mere et obervationspunkt som ikke bliver kalkuleret, men som bliver vejet ind i helhedsvurderingen af en case. Jeg vil sige det kommer lidt an på om du siger mindset eller metodikken. Som mindset mæssigt bliver den brugt hver gang men metodisk der er det nok en toer. Vi bruger ikke EVA. Rent metodisk der er der jo forskellige indgange man har her og det er forskellige treshold du sætter, basen er jo den samme. Men nej det gør vi ikke, men du kan sige LBO modellen læner sig faktisk lidt op af det fordi vi siger jo vores investorer de skal have et minimums afkast, og så laver vi LBO modellen og så ser vi godt får tallene, arbejder den og tilbagediskonterer den, hvad er det så at vi får ud af investeringen. Og der skal du give over, men det er ikke en EVA model som sådan i helt ren facon, det er det ikke.

BE: Vi laver faktisk mere eller mindre fulde budgetter på en på forhånd fastsat investeringshorisont, så vi siger simpelthen og der plejer vi at ligge os på en fem-seks år lidt forskelligt, men den investeringshorisont og de budgetter der leder hen imod det hvad er det så at det giver, med en given pris, hvad giver det så i afkast. Og der justerer vi så vores pris således at vi får en lille buffer eller en rimelig buffer i forhold til vores afkastkrav fra investorerne, og det afkastkrav det ligger kan du sige en plus femten procent. Så det vi egentlig siger det er at, når vi laver hele modellen og kommer i nærheden af en eller anden, en pris vi kan komme i mål med og vinde handlen på, det er jo konkurrencepræget marked, og nogle gange så bliver de jo juppet op, og så er der nogle hvor du kan skrue lidt på afkastet, den vokser måske en lille smule mere, de er måske lidt bedre til at udvikle EBITDA marginerne fordi der er skalerbarhed i deres kapacitetsomkostninger eller hvad det nu måtte være, og der kan du godt skrue lidt på de ting på dit budgetår der er den relativ konservativ, men du kan selvfølgelig godt vinde handlerne, men ikke til enhver pris, og der er vi konservative. Vi har det super fint med ikke at gå med på en, at det bliver forhandlet op. Hele den lange snak for at sige, vi regner en pris hjem på basis af et afkastkrav og fulde budgetter indenfor en tidshorisont. Må det ikke være nummer 2, fuld budgettering i hvert fald

D: Jo hvor du går ind og beregner de underliggende faktorer

BE: Vi bruger helt klart historiske regnskaber og det gør vi, eller vi arbejder ikke med terminalperiode, og det gør vi ikke fordi vi skal regne den hjem på de der fem-seks år og hvis vi ikke kan det så siger vi nej tak.

Så du kan godt sige at vi har en terminalperiode, men den sætter vi bare til nul ikke, fordi afkastet skal komme indenfor de første fem-seks år. WACC'en den har vi ikke noget historisk regnskab der går ind over der. Vi bruger i høj grad strategiske analyser til specielt omsætning og egentlig også omkostninger og vækstrate, eller når nej det jo i terminalperiode, så dem har du allerede inde i omsætningen. Så strategiske analyser bruger vi i udstrakt grad, vi laver blandt andet kunde og markedsanalyser ret ilaboreret, vi har et blik til benchmark, men det er ikke det der vejer tunges, det er nok et, det springer egentlig ud af de strategiske analyser, men vi bruger altid på omsætning, omkostninger, investeringer der bruger vi altid strategiske analyser

Begge dele, og det bruger vi altid. Multiplerne bruger, det er jo lidt det der er problemstillingen, det er at når vi møder virksomheder, så er virksomheden, den er måsket udviklet sig på en eller anden facon, det er gået meget fornuftigt, og så når vi kigger på det første og det andet budgetår, så er der som regel et knæk, og de har nogle argumenter for, der er nye produkter i pipelinen, der er patent under opsejling, alt muligt. Det kan være super sindrugeligt og fint, men det ser som regel sådan der ud. Og så kigger vi selvfølgelig ind i det og lytter lidt til, ser det, er der vækst bag det, er der substans bag de her argumenter, og hvis der er så vil vi selvfølgelig gerne betale for det, og hvis vi tænker arg det er lige at strække den, der er en investeringsbank der lige har skruet den lidt for meget for at de kunne få deres kicker og deres ekstra bonus, så tager vi den jo stadig ind men vi vægter det ikke så tungt, så det er begge dele

BE: Men du må ikke sige at vi ikke bruger real option tankegangen, fordi at det gør vi. Vi er, altså du kan sige vi er, det er jo ikke børsnoterede selskaber vi investerer i, så kvaliteten af informationsniveauet er lavere en det er i børsnoterede virksomheder og det betyder at, du har jo altid en investering vurderingselement, hvis nu der var et regnestykke den plus den plus den, så vil der ikke være et vurderingselement, så vurderingselementet og den personlige gut-feeling, hvor du vejer alt ting sammen det bruger vi altid. Du kan jo godt gå ud, hvis du går i sådan nogle qunts eller nogle der er helt kvantitative baseret, så vil de selvfølgelig få en eller anden form for, hvis det er investment manageren i taler med, hvorimod der er jo modeller der på de kvantificerbar modeller prøver at arbejde lidt med markedspsykologi, indkøbspsykologi og den slags, om det er en kvantificering af gut-feeling det kan man så, men ja det bruger vi

BE: Vi bruger i udstrakt grad PEST, Five Forces, når du siger værdikædeanalyse er det så, det kan være to ting, det kan være enten en udvidet Five Forces hvor du kigger flere led eller det kan være den interne værdikæde

D: Mere den interne værdikæde

BE: Godt, den bruger vi også og der kan du egentlig også skrive Porters som model på den. Livcyklus modellen tænker du på produkt eller virksomhedsniveau.

D: Det er virksomhedsniveau

BE: Ja den tænker vi ind i opportunt. Vi bruger den, men kun når det er relevant. Det er ikke altid at vi ser det som relevant. Der er jo BCG og livscyklus på virksomhedsniveau, de er jo faktisk overlappende i udstrakt grad. Vi sætter os ikke ned og laver SWOT analysen, men element, alle fire elementer finder deres vej ind i vores vurderingsværktøj.

BE: Den er, det jeg kan sige at vi ikke gør. De strategiske analyser. Ved du hvad, formålet med dem er jo at forstå virksomheden. Formålet med dem er at forstå, hvordan ser den fremtidige konkurrencekraft, hvordan ser den fremtidige differencering og uniqenees ud for den virksomhed vi står overfor, og det sætter sig jo selvfølgelig i value drivers, så vi bruger den nok mere på value driver niveau, og det vil jo sige, det som vi bruger de her analyser til og nogle vejer tungere på nogle af parametrene, men vi føler vi bruger de relevante analysemodeller der hvor de har stærkest forklaringskraft, så det man kunne sige det var at en, så hvad er det for nogle value drivers, det er selvfølgelig vækst, det er pricing power, og pricing power har jo selvfølgelig noget at gøre med hvor unikt et produkt man har. Pricing power og unikhed sætter sig jo selvfølgelig også i din EBITDA marginer og hvor profitable du egentlig er holdt op i mod konkurrenterne som du også får information af igennem brancheanalyse for at se ligger du overnormal i forhold til branchen, og hvad er det egentlig for nogle forces der trækker op eller ned for den specifikke virksomhed. Så vi bruger det, det har lidt problemer med, det er at jeg kan ikke sige at vi altid bruger Five Force 1 til 1 på omsætning, 1 til 1 på omkostninger, og det er nok, jeg vil sige det er mere relevant og udskifte de her med value drivers, og nogle af dem kan man sige de er jo value drivers. I princippet kan du sætte kryds hele vejen, men hvad er informationsniveauet for dig i det.

BE: Den eneste måde jeg kan svare til det på det er at de er lige vigtige. Altså du kan jo ikke træffe en investeringsbeslutning uden en værdiansættelsesmodel ikke hos os i hvert fald, og omvendt så vil det være en svag værdiansættelse hvis den ikke har en tung informationsgrundlag funderet i en strategisk analyse. Så de kan ikke stå alene, for os kan de ikke stå alene.

D: Så man vil ikke kunne få dig til at vælge den ene over den anden?

BE: Det vil vi ikke gøre. Vi vil ikke lave en investeringsindstilling og en investering på baggrund udelukkende af en værdiansættelsesmodel og vi vil ikke gøre det på baggrund af en strategisk analysemodel heller. Det kan vi ikke. Vi vil ikke, vi kan ikke, det er no-go.

D: Men ud fra det du siger, vil det så ikke være værdiansættelses model der er vigtigst.

BE: joo, altså vi skal kunne regne casen hjem, men vi skal forstå at vi køber ind i en fantastisk virksomhed. Nej du kan ikke for mig til det, beklager. Jeg vil lige sige, vi er jo ikke nødvendigvis inde i vækst virksomheder, vi kan jo godt lide at de gror, men når vi taler vækst når det går hidsigt for sig, det kan også være mere, men sådan i grove træk så er det ti procent om året i vækst.

BE: Det er stort set det samme svar som lige før. Ja det er det sku. Man kan sige, jo det er det sku. Det der er lidt specielt i vores univers tror jeg, nu ved jeg ikke hvor bredt i er ude at snakke, men noget af det der er helt afgørende det er dem vi teamer op med i et investeringspartnerskab, det kan være en founder, en ejerleder som har skabt virksomheden og drevet den til hvad den er over en lang årrække og hvor vi typisk indgår partnerskab, det kan være hvor vi får lov at købe fyrre procent, det kan være at vi får lov at købe halvtreds procent, men uanset hvilken andel vi får lov at købe, så er partnerskabet med den person og rejsen vi skal på sammen over de næste fem-seks år fuldstændig afgørende. Blot for at sige at det bestemt ikke kun kvantitative faktorer, hvis vi møder virksomheder hvor vi ikke af forskellige årsager kan se et match, en kemi, en fornuftig rejse, fordi vi er som vi er eller en eller anden årsag, så er det ikke en investering der passer til os, så passer den formentlig bedre til nogle andre.

D: Har du nogle uddybende kommentar til hvad der kan være problematisk i forhold til det her med at værdiansætte sådan nogle virksomheder som vækst virksomheder i forhold til almindelige på falderebet?

BE: Og vi taler ikke om, du introducerede jo med børsintroduktionerne så det er ikke i relation til det, det er mere sådan generel værdiansættelse af vækst virksomheder.

D: Ja altså kontra hvor du har en stor mængde data

BE: Jeg tror en ting er datamængden ikke, det er sådan lidt hidsigere typer af vækst virksomheder i forhold til vores som absolut ikke er hidsige tværtimod. Altså det vanskelige er jo at forstå konkurrencebilledet og det er vanskeligt at forstå hvordan, jamen egentlig hvad afsætningen bliver og priserne i markedet bliver op i mod konkurrencebilledet, fordi typisk vækst virksomheder eller de hidsige vækst virksomheder er vel nok i en branche der er, det kan være både umodne det kan være meget dynamiske, det kan egentlig også være, men ikke nødvendigvis, være hvor der er stor grad af kompleksitet. Men det gør jo at du ligesom at få låst dig fast på et eller andet vigtig scenarie et eller andet margin scenarie et eller andet prissætningsscenarie, det er langtfra en eksakt science fordi der er så meget dynamik i markedet, så usikkerheden, hvordan får du virkelig hånd om usikkerheden. Men det der jo metoder for, det er måske noget i skulle overveje at tage ind her, når der er så stor usikkerhed, vi håndterer det med en myriade af earn out modeller, som passer til situationen. Rigtig mange forskellige typer af earn out modeller, hvor vi nogle gange kan man sige skruer en earn out sammen til lejligheden. Det kan være en virksomhed siger vi vokser sådan her, det tror vi ikke på vi tror sådan her. Hvis i kommer til at vokse sådan der, så vil vi egentlig gerne betale for det, men vi skal se det. Og det er selvfølgelig natur at der er earn out ikke, men så får vi bygget det ind og får egentlig pointeret

usikkerheden på en eller anden facon, og får egentlig også, det er jo også en måde, det er jo en metodik til på praktisk hvis og få bevis for og hånd om de real optioner som en virksomhed har. Altså man kan sige, det er jo et super spændende felt. Det som i hvert fald er vores verden det er at man kan få hele skidtet til at gå op hvis du sidder med et regneark, alt. Du kan få planlagt du kan få det hele til at gå op, det møder bare en virkelighed hvor du sidder overfor forhandlingssituationer, virksomhedsejere, hvor den model ikke nødvendigvis holder stik, og så kommer fremtiden jo til os. Vi vokser ind i fremtiden, og når vi vokser ind i fremtiden, så er fremtiden, gudskelov, helt det modsatte af forudsigelsen, hvilket gør at alt det vi har siddet og fået helt styr på i vores modeller falder helt fra hinanden. Nu sidder jeg ligesom og reflektere tilbage til hvordan jeg selv havde det, da jeg var i din situation, og der tænkte jeg jo hold kæft man, hvis bare man laver en grundig værdiansættelse så er man halvfems procent af vejen. Der tror jeg nok at jeg vil sige at det er rigtig vigtigt og lave den grundigt, men man skal saft suseme have mange gran salt med fordi der er så stor usikkerhed omkring samtlige af de faktorer du estimerer på. Ikke kun, primært kun de markedsvendte, vækst, prissætning, konkurrencesituation, alternative produkter, substituerende produkter og dermed hvordan markedet udvikler sig størrelsesmæssig, profitabilitetsmæssigt, men også hvordan du gebærder dig med din forretning, hvordan du får udviklet eller ikke udviklet dine kompetencer og din unikhed hen af vejen. Og alt det der, når du bringer det i spil, det er meget vanskelig og forudsige, og det gør kan man sige sandhedsgraden i de modeller du opbygger er helt klart syd for halvtreds procent i langt de fleste tilfælde. Det er i hvert fald min egen rejse fra at have været halvfems procent religiøs omkring værdiansættelsesmodeller, jeg sikker ikke man ikke skal bruge dem, jeg siger at man absolut skal bruge dem, der er bare meget mere end det fordi der er så mange vurderingselementer, som du også ret fint, eller i havde ret fint med her i gut feeling, og gut feeling er sådan lidt værdiladende på en eller anden måde, det er sådan lidt jeg stikker lige fingeren i vejret hvor jeg tænker altså det at vurderer risiko, vurderer potentiale og holde alle de forskellige elementer sammen, koge dem sammen, det er ikke kun gut feeling, det er rigtig meget erfaring, det er rigtig meget logik, sund fornuft at gøre det. Så det er en selvstændig, det er jo en skill på en eller anden måde.

Transskribering af VC2

L: Men vi gør det også til nogle af de selskaber vi skal investere i, ikke så meget for at finde en, hvad skal vi sige, dagskurs som sådan, men for at få en forståelse for markedet og for at få en forståelse for hvad det kan blive til af værdi i virkeligheden. Så kan du sige at det er det samme som at sætte en aktiepris i dag, ja det er det måske. Jo jeg bruger den engang i mellem.

K: Hvis jeg kan få dig til også, altså multipler generelt, fordi dem du har svaret på nu er sådan de underliggende, den vil vi også gerne have svar på sådan i forhold til generel behandling af .

L: Ja men det er jo det samme, vi bruger det ikke så tit. Vi bruger det sommetider hvis vi har et selskab, og det har vi jo faktisk, der har en omsætnings og sådan noget, så prøver vi at kigge på, nå okay er det rimeligt, men tit så er de jo så tidligt, hvad kan man sige, i den kommercielle fase, det giver ikke rigtig mening vel, fordi hvis man skal bruge multipler sådan generelt, så skal man bruge nogle meget høje multipler i forhold til hvad man ser på alminelige børsnoterede selskaber, som har en nogenlunde normal omsætning fra år til år ikke. Så det er ikke meget vi bruger det generelt vil jeg sige. Andre modeller, altså for at være helt ærlig, mange gange så når vi værdiansætter ting, så er det jo altså internt og det er jo ikke sådan, det jo sådan man gør faktisk, men så gør vi det på den sidste kurs vi har handlet til ikke, så hvis vi er i et selskab hvor vi har lagt ti millioner, og skal måske ligge femten til, jamen så kigger vi på, okay er det de samme investorer, ja, nå så prisen nok den samme, eller har der været nogle virkelig væsentlige nyheder, jamen så bliver vi nok nødt til at skrue den lidt op ikke, og somme tider så er det jo helt omvendt, hvis vi sidder fire investorer og det viser sig at to af dem ikke har flere penge, jamen så ryger prisen bare i bund, så er det bare ærgerligt for dem ikke, så skal vi fandme have noget for de penge og den risiko vi tager ved at investere deres del af det ikke. Så jeg ved ikke rigtig hvordan jeg skal beskrive det her.

L: Ja hvad skal jeg sige, jamen vi gør jo rigtig meget ud af og analysere markedet og prøve at se hvilken markedshare vi kan få, med det produkt vi nu kigger på under givne omstændigheder og oftest bliver det meget konservativt. Ja så det er jo detaljeret, hvad kan man sige revenue forecast inklusiv konkurrenter og så videre ikke.

K: Hvad er så problematikken ved så at budgetter de underliggende faktorer til DCF modellen, Der skal du have de frie cash flow, hvad er problemstillingen ved at gå ned på det detaljeringsniveau?

L: Det er jo lidt bøvlet ikke sommetider ikke hvis man bare skal lave en quick and dirty, så bliver det på EBIT niveau, og så kører man den bare derfra, og det er jo ikke fordi resultaterne bliver så forskellige når man tænker på hvad det egentlig er vi skal bruge det til, altså jeg er jo ligeglad med om kursen den er 1,532 eller om den er 1,521 og sådan noget ikke

L: Historiske regnskaber, nej det bruger vi jo ikke vel. Omkostninger bruger vi lidt mere.

K: Hvorfor bruger i mere omkostnings historiske regnskaber

L: Jamen det er jo for at se på hvad koster det at køre et klinisk studie og hvad koster det at have otte sælgere gående og sådan nogle ting ikke, mere på end hvad omsætningen er ikke

K: Er det fordi det er lidt mere håndbar

L: Ja det er nogle tal man bare kan knalde ind i regnearket ikke, hvorimod omsætningen den afhænder jo af andre ting også. Jeg bruger aldrig vækstrate i terminalperioden, jeg regner altid med eller laver altid modellerne ud til patent udløb, og som i sikkert ved i pharma, så går det altså stejlt ned af bakke ret hurtigt ikke, og jeg har også, hvad kan man sige, det er meget fint med terminalværdi, men hvis man arbejder med noget med højteknologiske ting på den ene eller den anden måde, så sandsynligheden for at der er kommet noget andet der substituere når der er patent udløb den er altså pænt høj, så man skal ikke tro man kan ligge og tjene penge et eller andet der er tyve år gammelt. Estimeret WACC, nej den bestemmer jeg selv alt efter hvad jeg synes det lige skal være. Der kigger jeg jo på to forskellige scenarier kan man sige ikke, oftest så kigger vi på okay hvad skal, hvad er den værd for os hvis vi skal investerer, er der en rimelighed hvis jeg laver en DCF, er der så en rimelighed med den pre-money valuation vi har, det er en ting ikke så er WACC ofte 15 procent eller sådan noget ikke, og hvis jeg skal se på hvad kan vi få en potentiel køber til at give for den her virksomhed, jamen så kigger jeg på deres cost of capital ikke, og så er den otte eller et eller andet ikke.

K: Er det fordi de er for unikke selskaberne så at sige at man ikke kan altså i forholdt til, nu har du arbejdskapital og anlægsinvesteringer

L: Jeg vil sige det på den måde at, vi laver nogle pænt voldsomme generaliseringer når det kommer til det. For mig der er det den kedelige del af det ikke, og det skal bare være noget der passer sådan nogenlunde. Det er klart, hvis vi går ind og analysere på nogle af de noterede selskaber vi har, som vi gør en gang i mellem som finansdrengene på tredje sal, så gør vi noget ud af det og kigger på det der foregår ikke.

K: Det kunne godt være at der var noget uniqeness som gjorde at man ikke, at de ikke var så sammenlignelige

L: Jaa, men på mange måder er de sammenlignelige altså alle de selskaber vi er i de er i samme stadie, har lige mange medarbejdere og alt det der, så det passer meget godt. Strategiske analyser, ja det bruger vi faktisk ret meget.

L: Det kommer tilbage til det der med, altså de potentielle købere af selskaber, hvad har de af omkostninger eller cost of capital

K: Har ud en begrundelse for hvorfor at man ikke bruger det mere (Real optioner)

L: Altså vi har ikke brug for at gøre det mere bøvlet en højst nødvendigt i virkeligheden, og det kommer lidt tilbage på værdiansættelsen af de virksomheder vi investerer i, jamen det har sku ikke så meget at gøre med hvad selskabet er værd hvis du kigger på DCF opstilling af det, det har mere at gøre med okay, hvad kan vi ellers få, altså hvad kan vi ellers få, hvad har vi ellers af lignende investeringsmuligheder og hvad koster de

K: Altså sådan alternative investerings

L: Lige præcis, så det er mere, og det skal man måske ikke sige når det bliver optaget, men altså det har jo mere karakter af hestehandel ikke, fordi det handler om hvad vil vi give altså, så er der nogle der synes at de skal have tredive millioner i pre-money, og så siger vi hmm det synes vi ikke, vi har de her to muligheder til ti, så i får ti, og sommetider siger de ja og sommetider siger de nej

K: Så det handler meget om forhandlingsstyrke

L: Ja det gør det, hvor meget har de brug for pengene og det har de heldigvis ofte

K: Det er jo mange penge de skal bruge på at udvikle sådan noget alligevel

L: Ja der er jo mange af de her runder, investeringsrunder vi er i, det er sådan mellem tredive og halvtreds-tres måske op til halvfjerds millioner dollars eller sådan noget ikke, så det er jo pænt mange penge de bruger altså.

L: Jeg vil sige generelt i de processer jeg har været med til, hvor der har været forskellige banker involveret ikke altså, det er sådan noget min gut feeling siger mig at så skal den da have en multipel fjorten på den der EBIT eller noget ikke, og det er jo ikke altså jo jo, bankerne laver jo tabeller ikke hvor man så kan sige det her det har de andre fået og det bliver selvopfyldende på en eller anden måde ikke, så er det det man gør næste gang også. Også når man børsfører selskaber på for eksempel NASDAG, jamen så er det sådan mere eller mindre kutyme at ja pre-money den er et sted mellem hundrede og tohundrede, du rejser tres-firs millioner, sådan er det bare. Så er det næsten lige meget hvad det er for et selskab.

K: Hvorfor har det for eksempel ikke noget at sige, at ledelsens track-record

L: Jamen det har noget at sige, vi kigger faktisk rigtig meget på det. Jeg vil sige jeg er overrasket over hvor meget tid jeg bruger på personale og ledelse og sådan noget.

K: Er det fordi det er så tidligt på så at sige i går ind i et selskab

L: Ja men altså, ja det er det jo egentlig. Der er jo, især i USA, stor udskiftning hvis der er nogle der får en bedre deal, så er de skredet ikke og de skrider sådan der og der ikke noget med tre måneders opsigelse eller

sådan noget de er bare væk. Så det kigger vi meget på, men det handler også meget om direktøren om vi tror på at han kan gøre de ting der skal til for at hive selskabet videre.

K: Så det handler meget om den her eksekveringsevne

L: Ja det gør det, og nu kan man sige nu er det her, altså det her handler måske mere om noterede selskaber, i hvert fald nogle der har en omsætning og sådan noget, men altså lige meget hvad, så er ledelsen altid vigtig. Vi investerer ikke i nogen virksomheder vi ikke tror på, og hvis vi gør, så skal de selvfølgelig ud hurtigst muligt.

L: Altså jeg bruger ingen tid på at stille værdikæder op og som du siger. Altså du kan sige tankegangen bag porters five forces og sådan noget jamen selvfølgelig, der er jo en grund til at den er populær det hænger sammen, så jo det bruger vi da. Det bruger vi jo indirekte (porters diamond), men vi stiller dem ikke op på den måde overhovedet, men altså selvfølgelig kigger vi på hvis man skal, og det handler jo især om USA, fordi det er der pharmamarkedet er, så hvad er der af specifikke forhold der ikke, og hvordan er det i forhold til Europa for eksempel, hvor man har et meget fragmenteret marked med alle de her forskellige stadier, som har en holdning til prissætning og alt det der. Så på den måde kigger vi jo på det. Livscyklusmodellen, jamen alle drugs har jo en livscyklus. Altså vi bruger jo meget krudt på at se på markederne og får også lavet mange markedsundersøgelser både sådan generelle analyser men også direkte, hvor man tager ud og spørger folk og sådan noget.

D: Sådan vækststrategi model

L: Ja det får vi lavet ude i byen tit. SWOT det er jo indirekte, den bliver jo brugt hele tiden.

L: Jeg vil sige det er o mere kvalitativt i virkeligheden ikke fordi baseret på det kvalitative laver vi så vores egne tal ikke, så det er vel egentlig sådan det skal ses tror jeg. Når folk de sender mig en præsentation ikke kigger man jo på deres fremskrivninger og tænker arg, og så dividere vi lige med VC faktoren ti eller, ej ikke ti men altså tit væsentlig mere konservative end selskaberne er selvfølgelig.

K: Men er det ikke fordi at i har en erfaring fra tidligere som i kan bruge på de andre selskaber

L: Altså det er jo rigtigt, det varier meget fra selskab til selskab, nogen de er super realister og andre de er jubeloptimister, virkelig, fordi de ikke har erfaringen og fordi de bare ja er ophidsede og glad på egne vegne. Men altså selv de seriøse selskaber de har jo også ofte fået at vide af de investorer der allerede er i selskabet at nu bliver i nødt til at pumpe det lidt op ikke så vi kan få en højere pre-money så vi ikke bliver helt så meget udvandet når det næste kommer.

K: Men har de ikke mange gange sådan en anti-dilution

L: Det er der sommetider ikke, men altså hvis vi ser det så kan vi jo bare ikke, det term-sheet vi giver dem med betingelser for investering sige det vil vi ikke have og sådan nogle ting ikke. Igen afhængig af hvor meget de ønsker penge ikke.

K: Er der egentlig forskel på hvor jubeloptimist de er om det er i USA eller Europa

L: Nej det er svært at sige, jeg vil sige de der jubel-jubel optimister det er faktisk noget vi mest ser i Europa, Sverige, Schweiz, Tyskland, hvor man har nogle meget rige individer der alene eller i grupper har investeret i et eller andet selskab, som de synes er genialt og så sidder de og klapper hinanden på skulderen og siger det her det er hundrede millioner værd lige nu, og så siger vi så som investorer, nej det synes vi ikke det er, fordi for eksempel vi kan jo få det selskab derovre til en tiende del af prisen, så hvorfor skulle vi komme og give jer det i tror at selskabet er værd. Men igen så handler det tit om, det kan godt være at du har tjent mange penge på at starte en internet virksomhed, men du ved ikke en skid om pharma, så at tro at du kan drage parelleler og sådan noget det skal de glemme.

K: Hvis man tager mere på sådan et generelt plan, hvis du skal værdiansætte en vækst virksomhed som venture folk nu engang gør og lidt mere modne selskaber, hvad er faldegrupperne kan man sige ved vækst selskaberne versus mere modne selskaber ud fra dit.

L: Hvis det er et modent selskab så tænker jeg også det er måske længere fremme i kommercialiseringen, hvorimod nogle af de vi kigger på de er jo ikke i nærheden kommercialisere noget som helst og kommer det sandsynligvis heller ikke i den periode vi ejer dem. Så det er klart, hvis de sælger noget, jamen så har man bedre greb om hvor godt det går og hvor langt de er kommet, hvorimod de tidlige selskaber jamen der kan vi jo tage fejl, det er jo derfor det hedder venture capital, det er jo fordi det er noget høj risiko. For det første kan de kliniske studier de kan fejle, det kan bare vise sig at skidte virker ikke, eller det kan vise sig at der kommer et andet produkt der bare kan det samme men bare er ti gange bedre og hurtigere og sådan noget. Det er det der er faldgrupperne det er få en forståelse for for det første hvad det er der skal til og tjene penge på det her selskab og nu har vi jo alle tre pharma baggrund og vi har skulle bruge de første år på i hvert fald til og lære at jamen jo jo vi vil da gerne udvikle lægemidler men det er jo ikke det det handler om. I et pharmaselskab der skal du lave det bedst mulige lægemiddel ikke, som venture investor der skal du tjene så mange penge som overhovedet muligt og det er nødvendigvis ikke det samme, fordi det kan godt være at i den fase vi ejer der kan vi overbevise et pharmaselskab om at det her det er altså the shit og de skal købe det, og så køber de det og så kører de det næste kliniske studie der skal til og så fejler det, og så har vi tjent pengene og de har så overtaget det og det er faktisk sket. Vi havde et selskab som vi havde investeret i og det blev børsført på NASDAQ og så solgte vi det meste ud to-trejdedele af vores ejerskab før resultaterne fra det kliniske studie kom og tjente gode penge, og så kom de kliniske studier og de flankede altså der var ingenting at se, så en klar fejl. Men vi stod der og havde tjent.

K: Men er det så at sige fordi i sidder på den rigtige side af bordet altså i forhold til informationsgraden før det der studie det kommer?

L: Nej jeg vil sige vi havde da, vi investerede jo fordi vi troede at det studie det ville lykkes, det gjorde det så bare ikke. Men da vi så vidste at vi var på børsen og vidste at vi kunne sælge ud fordi vi havde overstået begrænsningsperioden, så tænkte vi altså der ingen grund til at løbe den risiko hvis vi ved at vi kan tjene gode penge nu, så lad os da komme af med nogle aktier først. Så gemte vi så en del for at se om vi kunne være heldige og der kunne vi selvfølgelig have tjent flere penge hvis vi havde solgt den del også, men det valgte vi så ikke at gøre.

K: Man kan altid være bagklog

L: Så det er det her med at fokusere på at tjene penge og så forhåbentlig udvikle nogle lægemidler versus kun at fokusere på at lave de bedste produkter det er noget nyt for os som pharma folk.

Transskribering af CF10:

Spørgsmål 1:

DCF bruger vi hver gang – den er vigtigt. Det er markedspraksis – den bruger alle. Den er altid med og den er vigtigt. EVA er en metoden, som vi anvender til at triangulere med – det er ikke en model, som vi anvender.

K: Hvorfor tror du at folk ikke bruger den model?

Fordi outcomet vil give det samme som DCF. Det er jo de samme input, som EVA bygger på, som DCF. Ved at anvende EVA, som er det mere for at se om man har gjort det rigtigt. Multipler bruger vi også altid. Du kan udregne nok så fancy modeller, men beslutningstagerne vil altid have noget at ligge så op imod. I forhold til vækstvirksomheder, så kan det godt ende i ud høje multipler. Der kan være ret stor forskel på om du kigger ind i en monstre hocky-stick på en DCF-model, som du ruller hjem. Så kan det måske give en multiple 30, som kan være helt urealistisk. Multipler kan måske hjælpe dig med at holde fødderne på jorden. Multipler kan være anvendes som sanity check og prismekanisme. EV/EBIT og EV/EBIT anvender vi altid og nogle gange laver vi forskellige afarter (EV/EBITA, EV/EBITDA-CAPEX) af EV/EBIT(DA). Det du gerne vil med nævneren i din multipel er, at den kommer så tæt på et cash flow som muligt. Det kommer også lidt an på, hvilke type aktiv, som vi snakker om. P/E og K/IV bruger vi kun for banker – ellers er de irelavante for vækstvirksomheder. EV/omsætning, den bruger vi kun, hvis har en vækstvirksomhed uden indtjening eller relativ insignifikant indtjening. Kan være godt være relevant for vækstvirksomheder fordi det er oftes tilfældet at de er early stage. Realoptioner bruger vi aldrig – det vil mere blive en diskussion, hvis vi er på køber-siden.

Spørgsmål 2b:

Til at estimere omkostningerne, så er historiske regnskaber vigtigt, da det er med til sige, hvilket omkostningsniveau, som vi er på og om det bevæger sig med omsætningen. Benchmarks virksomheder er også relevant, hvis vi kigger på peers og de ligger langt fra hinanden og du har en ide at de vil approksimere sig hen imod noget mere markedskomfort. Arbejdskapitalen – her er det også vigtigt at kigge på historiske regnskaber - mange af posterne i arbejdskapitalen bliver drevet af omsætningen og omkostningerne. Her vil vi bruge ratioer for at fremskrive arbejdskapitalen. Afskrivninger vil jeg bruge det samme. Afskrivninger er en funktion af hvordan du fremskriver din CAPEX og hvad niveauet har været historisk. Vækstrate i terminalperioden, benchmark-virksomheder kan være relevant, hvis det er en moden branche. Normalt vil du gå ud og finde en langsigtet vækstrate i en brancherapport.

Spørgsmål 4A

Når vi snakker om transaktioner, så vil vi altid kigge på årsregnskaber, fordi min inputkilde på sådan en multipel er en EV i forhold til et historiske regnskab. Når jeg kigger på min peer-group på børsnoteret virksomheder, der vil jeg altid på budgetår. Hvad er de estimeret til at sidde i bogen på EBITDA og hvad er de værdiansat til. Du vil jo gerne kigge fremad. Især for vækstvirksomheder fordi der har du jo inkorporeret en proxy for væksten fremadrettet.

Spørgsmål 6:

De historiske regnskaber vil du ikke få en skid ud af, da virksomheden er i vækst og de historiske tal har ingen forklaringsgrad for fremtiden. Ledelsens track-record er mindre vigtigt.

K: Hvad skyldes at ledelsens track record er mindre vigtigt?

Du vil kigge mere på virksomheden end du vil kigge på ledelsen. Jeg har ikke behov for at han har lavet 10 startsup før. Hvis du har komfort omkring det ledelsen laver nu, så er det rigeligt for os. Du har kun behov for at det er en kompetent ledelsen, som har at gøre med. Sammenligne virksomheder vil jeg bruge i kombination med brancherapport til at finde trends i branchen. Organisations knowhow er også vigtigt, da det er svært at værdisætte noget super højt, hvis det er generisk viden. Mit personlige branchekendskab er også vigtigt, men man forsøger at fralægge sig den viden man har om branchen, men du har altid en din egen holdning til branchen eller virksomheden.

K: Din gut-feeling er det den mest praktiske og det er den måde, som man skal tænke kontra teoretiske siger man jo at det er modellen, som skal komme med værdien.

Du kan have en vækstvirksomhed, som laver 5 mio. kr. i EBITDA og modellen spytter ud at virksomheden skal være en 500 mio. kr. værdi, så er du nødt til at have en common-sence og ikke kun stole på værdien, som modellen kommer med. Du er nødt til at have en common-sence at denne virksomhed ikke bliver solgt for 500 mio. kr. Ellers er du nødt til at bruge en WACC på 50%, hvis du skal have en realistisk pris, men omvendt så er din WACC på 50 % måske ikke så realistisk. Der er altid noget model vs. reality - sådan er det bare, når du sidder med virksomheder. Det er derfor du bruger et mix.

Spørgsmål 7:

Makroforhold (PESTL) er super vigtigt. Du skal købe dig en i branchen. Porter's five forces er du rimeligt godt rundt om virksomheden. Vi bruger tankegangen til at få de marginer, som der er i branchen og hvilket pres virksomheden møder fra den konkurrenter, leverandør og kunder. Værdikæden er altid med i en eller anden form. Du bruger den til at forstå virksomheden, hvor er den stærk og hvor er virksomheden svag. Modellen er med til at give en robusthed til din top-linje vækst og dine indtjeningsmarginer. Jo mere komfort du har omkring det, jo mere komfort har du også omkring det forcast, som du laver. Livscyklusmodellen er heller ikke helt irrelevant, da du altid kigger ind ….. den vil have et implict implikation på dit forcast. Tror

du virksomheden vil stangerende i uendelighed eller tror du at virksomheden har et nyt produkt, som er med til at skabe noget vækst.

Spørgsmål 11:

Jeg vil anvende kvantitative faktorer, da der tager jeg input med fra brancherapporter, sammenligne selskaber osv. Det giver mig noget kvantitative input, som også bygger på noget kvalitative materiale.

Transskribering af CF11:

Spørgsmål 1:

DCF-modellen er en 4 i vigtighed og en 4 i hyppighed. Dette skyldes at de virksomheder, som vi handler (EV 100-800 mio. kr), som er små… omkring de 100 EV, de har nogle gange ikke budgetter/ forcast, som strækker så langt ud i fremtiden at man kan stille et cash flow op, som man skal bruge i denne model. Det kan nogle gange ikke give mening at vi fremskriver deres budgetter, så derfor anvender vi den ikke hver gang, Multipler er vigtigt, men de er også meget simpel og der er mange ting, som kan spille ind. Det skal jo helst være en sammenligne virksomhed, når man anvender multipler. Vi anvender mange EV/EBIT og EV/EBITDA, men vi anvender mange gange også EV/EBITA. Realoptioner anvender vi aldrig, så lad os den en 1'er.

K: Hvorfor bruger i ikke real optioner?

Fordi jeg tror vi skal bruge meget energi på at sætte disse optionstræer op. Samtidigt har vi nok heller ikke nok viden til at kunne udfylde optionstræerne.

De strategiske modeller er ikke noget, som vi anvender selvisk, men vi anvender dem mere implicit i vores analyser og vi sætter det ikke så firkante op, som modellerne nu gør.

Spørgsmål 10:

Til selve værdiansættelsen, så vil jeg nok sige, at værdiansættelsesmodellen er vigtigst. Isoleret af de to, så er det værdiansættelsesmodellen, som man får mest ud af. Det er mest fordi at dem, som sidder over på den anden side af bordet, som skal investere. De anvender værdiansættelsesmodeller.

Transskribering af CF12 – Kun besvaret spørgeskema:

Transskribering af VC3 – Kun besvaret vores spørgeskema:

Transskribering af VC4:

Spørgsmål 1:

Værdiansættelse er svært. En værdiansættelse på dette tidspunkt i de fleste cases, som vi kigger på er rigtigt svært. Værdiansættelserne er sværere fordi vi ikke har noget, som vi kan læne os op ad. Vi har reelt ikke noget datagrundlag. De parametre, som vi vurderer ud fra er team – ikke kvantificerbar, produkt – ikke kvantificerbar. Hvis vi drejer blikket over i mod det der skulle være kvantificerbart, så er der ikke ret meget data materiale.

Hvis et nyt selskab har omsat for en mio. kr., så er sample sizes meget lille. Kan de gøre det igen? Vi er nødt til at gå i dybden med hvad er det for en kundeportefølje – er det one off? Kan de skalere det? Så man kommer meget hurtigt over i at vurdere selskabet baggrund af noget, som er meget svært at kvantificere. Det vil sige, at de klassiske modeller de kommer ikke i spil. Det giver jo ikke mening at vurdere på basis af EBITDA, når præmissen for selskabets drift – det er gældende for 90 % af de cases, som vi ser, at der ikke er fokus på EBITDA og 100 % af de virksomheder, som vi investerer i, er der ikke fokus på EBITDA. Så er der andre mindre modeller, så ikke er så anvendt. Et eksempel på dette er rule of 40, som vi bruger i cases, som er lidt længere og vi kan begynde at kigge på – det handler for os er om virksomheden har en skalleringsgrad og muligheden for at denne virksomheden går fra at være en starter til en scaler. Så begynder man også at kigge på, hvad det koster selskabet at skalere. Det vil sige nu bliver graden af negativt EBITDA i forhold til omsætning et vigtigt parametre. Vi har flere selskaber, som kommer herind og viser stor vækst på toplinjen, men ja tak, det koster 35 mio. kr. på EBITDA. Om året at drive jeres selskab. Det påvirker selvfølgelig værdisætningen.

Som I kan høre, så kommer man hurtigt væk fra de traditionelle modeller, som er til rådighed i dag. Som i selv snakker om, så har I snakket med nogle Private equities, som har et helt andet datagrundlag til at lave deres værdiansættelse på end vi har. De kan lave en reel cash flow analyse til at vurdere virksomheden ud fra. Så begynder det at give mening. Endvidere har du også nogle multipel benchmark, som du kan anvende, hvilket vi heller ikke kan anvende.

Afhængig af fasen for virksomheden, så har man mulighed for at bringe forskellige markedsbenchmarks på banen. Eksempelvis "EV/Omsætning". Vi kender stort set alle cases i dette marked. Hvordan ser det ud, men der kommer også andre ting ind. Der er nogle spaces, som er mere lukrative end andre. Der er nogle spaces, hvor vi kender markedsmultipel for børsnoteret virksomheder eller for de solgte selskaber, hvor det kan være mere eller mindre interessant at kigge på dem. Security-spaces er højt værdisat i øjeblikket. En spaces som EDTECH er lavt værdisat. Så der bruger vi de gængse markedsbenchmark, som vi falder over, hvis der kommer en og taler om peer-multipel på 10 på ARR, men hvis det var EDTECH, så vil markedsbenchmark

ligge længere ned. Så markedsbenchmark er altid væsentligt. Men det er også meget definere for vores værdisætning til sidst at vi kan regne vores egne case hjem. Det er den diskussion, som vi skal have med founder. De skal forstå, hvorfor vi investerer i dem. De skal forstå, at hvis jeg ikke kan se at det er sandsynligt at vi kan få vores afkast tilbage, så gør vi det ikke. Hvis jeg ikke har fokus på vores afkast, så vil jeg ikke være her mere. Selskaberne glemmer mange gange vores virkelighed, er at vi skal kunne regne vores investering hjem. Vi skal helst kunne se, at vi kan få pengene tilbage mindst 10x. I vores early engangment afdeling vil de have en endnu højere afkastmultipel på omkring 20x.

Så det vi gør er, at vi regner tilbage. Det er jo en simpel IRR beregning om den lever op til vores afkastmultiple. Hvis den ligger under de 10x, så er vi nødt til at korrigere på startværdisætningen og ligge forskellige antagelser ned over. Det kunne eksempelvis være at tilføje ekstra runder og hvor meget ekstra kapital, som de skal anvende.

Risiko og afkast balancen er det væsentlige for os. Så er der også nogle subjektive ting, som vi også kigger på Vi kan godt lide at have en vis ejerandele i selskaberne. Vi tror på aktivt ejerskab. Man kan typisk ikke stille krav om en bestyrelsespost, hvis man ejer under 10 % og man kan altid stille krav om en bestyrelsespost, hvis man ejer mere end 15 % og vi vil altid gerne have en bestyrelsespost.

Generelt er vi meget soft-based her hos os, hvor jeg vil tro andre steder er de meget mere kvant og fact based.

Generelt er spørgsmålet om værdiansættelse en kombination af flere faktorer. Vi kigger meget på markedsbenchmark i særdeleshed P/S (EV/omsætning), men altid i forhold til vækstrater generelt og EBITDA niveauet. F.eks bør vækstraten YoY – EBITDA/omsætning >40% for at vi generelt mener, at der er tale om en venture case. Vi har også mere subjektive/interne betragtninger. Hvis der er tale om en tidlig case skal vi kunne se os selv erhverve min. 15-20% af selskabet, hvilket definerer værdisætningen, hvis kapitalbehovet er konstant.

Discounted Cash Flow er sjældent relevant at se på i relation til ventureinvesteringer.

Spørgsmål 4A:

Det er et godt spørgsmål og det afhænger lidt af casen. I nogle tilfælde benyttes både historiske og forecastede tal.

K: Er der noget i ligger større vægt på?

Vi kigger mere på historiske tal end vi kigger forecastet i forbindelse med værdisætning. Selskaberne siger normalt at I skal kigge på vores potentiale – selvfølgelig skal vi kigge på deres potentiale, men hvis vi ikke tror på jeres potentiale generelt, så investerer vi ikke. Vi kan bruge forecastet til at se om det er en venture-

case eller ej, men hvis det ikke kvalificerer sig til at være en venture-case, så går vi ikke ind i dem. Så laver vi ikke den bagudrettet analyse. Vi anvender de bagudrettet tal til at lave selve værdisætningen.

K: Anvender I de bagudrettet tal fordi det er mindre subjektivt?

Det er det. Det ligger også lidt i ordet "forcastet". Det er klart, hvis du har en klar tendens og du har en vedvarende tendens over en længere periode, men men vi er bare tilbage til den præmis, at denne udvikling har disse virksomheder ikke. Vi lavede 1,5 mio kr. i omsætning, så lavede vi 2,75 mio. kr. og næste år skal vi lave 8 mio. kr.. Det er fedt for jer, men hvad det der begrunder jeres vækst. Vi kigger meget på deres forklaring på hvordan de kommer derhen og vi ganger forskellige risikoparametre på, som er betydeligt meget under 1. Deres forcastet bliver mest brugt til at validere, hvorvidt det er en venture-case og deres historiske tal bliver anvendt til værdiansættelse af selskabet. Det er mange gange her at slaget skal stås.

Spørgsmål 6:

Vi går ret dybt med de kvalitative faktorer, som I har nævnt. Jeg kan godt lide at gå dybt, da jeg er af den gamle skole. I skal tænke på at jeg ser 100 cases om året og investerer max i to cases. Når vi på basis af den første screening ser en case, som ser spændende ud, så skal vi ligge nogle kræfter i det for at se om det kan blive en af de to.

K: Har I et kvalitative set up / framework, som I går ud og anvender hver gang?

Ja, det har vi. I den indledende screening fase har vi en skematisk framework, som vi går ud fra, når vi vurderer en case. Vi har 10-15 punkter, som vi anvender, når vi vurder en case. I forbindelse med den efterevaluering har vi også et kvalitative set-up, som vi anvender. Hvis casen når en godkendelse i forbindelse med vores CEO-pitch, så får jeg mandat til at gå videre. Der er maks. 2 person, som må sige nej til casen. Til CEO-pitch er der også et metodologi, som vi anvender til evaluere case ud fra. Vi scorer fra 1-10.

Spørgsmål 7:

Når vi kommer til det punkt, hvor vi skal anvende disse analysemetodikker, så er vi allerede enig om en værdisætningen. Så jeg vurderer ikke det har en implikation, men det kan have en indirekte implikation. Der kan komme ting op i analysen af værdikæden, hvor man tænker HOV – det berettiger ikke til den aftalte værdisætning. Det sker dog sjældent. Vi bruger meget disse analysemodeller i forbindelse med vores investeringsforslag, når det skal godkendes af vores investeringskomite. Vi bruger dem meget i en deskriptiv måde, hvor vi analysere, hvor virksomheden har svagheder osv.

Så konkret i forhold til værdiansættelse så nej. Hvis jeg ikke er dygtigt nok til at argumentere for min sag på baggrund af disse analysemodeller, så vil teamet jo sige, at den værdiansættelse/investering – den skal vi ikke lave. Så må den måde har det en indirekte indflydelse.

Spørgsmål 8

Det er svært at sige noget konkret.

Spørgsmål 10:

De strategiske modeller anvender vi jo normalt efter en værdiansættelse. Jeg gider ikke bruge meget af min egen tid og virksomhedens tid på at arbejde sig langt hen i processen, hvorefter det viser sig at man ikke kan blive enig om en værdiansættelse. Så hellere tage det mere upfront, så vi kan komme i gang med den armlægning – Altså om vi kan finde hinanden.

Transskribering af VC5:

N: Okay, og det her det er så værdiansættelse metoder, så er det de her. Jamen altså hvis man starter fra en ende af, så kan man sige de selskaber vi investerer i når vi investerer, det er selskaber som er relativ unge, vi er jo faktisk selv et start-up i øvrigt, men det er relativt unge selskaber. Det er dog ikke på idé stadie, det er ikke sådan helt på seed niveau, det er selskaber som er på markedet, har et proof of business eller proof of concept, så det vil sige de har nogle betalende kunder, der er ligesom et product market fit, det er ikke ens betydende med at der ikke skal udvikles videre på produktet, men der er ligesom noget tracktion, commerciel tracktion. Samtidig så hvad hedder det, så betyder det også at fokus og det vi ligesom vil hjælpe med det er ligesom i forhold til go to market fordi selve produktudviklingen det kræver ofte nogle mere hvad skal man sige kvalitet tekniske kompetancer eller det kræver måske noget meget meget specifik brancheerfaring, som ikke nødvendigvis er det vi kan byde ind med. Vi vil gerne være aktive, vi vil gerne hjælpe selskaberne i deres go to market model deres skaleringsfase og på den måde kan man sige, hvis der ikke er noget produkt så er det svært at skalerer det, så man skal ligesom trodsalt have en indikation på at det produkt som de har lavet det også er noget der er brugbart og er noget som er efterspurgt i markedet før at man kan gå ind og hjælpe med at skalerer. Så vores kompetence dem vi ligesom har udviklet det er også en af grundende til at vi har en partner i USA som ligesom hjælper med at få skabt en bro i form af nogle afsætningskanaler i form af nogle yderligere fundingmuligheder exit muligheder og så videre. Og bare det at have en beliggenhed derovre er også ret værdifuld. Så har vi et salgsteam i England og Tyskland som vi også kan koble på, men igen det hænger lidt sammen med stadiet og det vil sige de selskaber vi investerer i det er typisk nogle som er på markedet og som er nogen som har et produkt som er salgsbart. Og det betyder også at de har en omsætning og de har et cash flow, det skal så bare siges at det betyder også at det er nogle selskaber som ikke har utrolig meget historik og heller ikke har utrolig meget cash flow og utrolig høj omsætning, fordi det er unge selskaber.

K: Det er jo også lidt det der med de historiske de er meget dynamiske og det er også det vi prøver om man kan fange det på en eller anden måde altså historisk.

N: Ja præcis

K: Altså det er jo den måned kan de stige med tyve procent og næste måned minus tredive ikke også

N: Jo det er det, og det gør det også svært at bruge en masse af de her modeller, i hvert fald DCF modellen, fordi vi kigger jo rigtig meget på cash flow ingen tvivl om det, men at bruge sådan en DCF model det er sjældent at det rent faktisk kan lade sig gøre ved de selskaber vi går ind i. Selvfølgelig kan man gå ind og lave nogle beregninger på de cash flow de har og så videre, men det er svært at lave sådan en hel stringent DCF model, så det bruger vi faktisk ikke så meget selvom vi går ind og laver rigtig meget sådan noget cash flow analyser.

N: Ja altså der er heller ikke så mange af de her som har, der er ikke nogen af dem der hverken låner kapital eller som rigtig tænker så meget over sådan en eller anden forrentning i hvert fald ikke en eller anden der er sammenlignelig med andre virksomheder fordi mange af de her det er sådan lidt enten så bliver det rigtig godt og så kan man sige så er en forrentning på ti eller tyve procent det er næsten ligegyldigt fordi risikoen også er relativ stor, så derfor bruger man faktisk slet ikke den. Hvis jeg lige skulle gå tilbage til DCF modellen, så kan man sige når i skriver sådan vigtighed og hyppighed er det så i forhold til at bruge en nøjagtig DCF model eller er det i forhold til at bruge sådan en cash flow analyser og så videre

K: Man kan sige det er jo en discount cash flow, så man kan jo sige at jeres cash flow analyse i bund og grund ligger inde under

N: Ja fordi så bruger vi den meget vil jeg sige, og vi bruger den i øvrigt også i exit scenarier fordi når vi nu skal til at exit et selskab, så er det jo sådan noget vi går ind og ligesom vurderer vi får dog ofte nogle investment bankere til ligesom at hjælpe, men der går vi ind og vurderer. Så man kan sige hvis man kigger på cash flow som sådan, så er det et super vigtigt parameter, så derfor skriver jeg fem, men jeg kan måske skrive det i parentes. EVA model det har jeg faktisk ikke oplevet at vi brugte, det er noget tid siden som i nok kan høre, at jeg selv var inde over det, så det er ikke den foretrukne, så derfor kan man sige for vores eget vedkommende så bruger vi den ikke rigtig. Jeg kunne godt forestille mig at den blev brugt i exit så, så jeg kan måske sige en-to. Multipler bruger vi ret meget faktisk og det er oftest fordi man kan sige mange af dem er på en slags rejse de her selskaber her, og selv at, altså det er godt at have nogen man kan se op til eller nogen som man kan se, det behøver ikke at være enten som er langt foran men det kan også være nogen som bare lige er en funding runde længere fremme eller noget i den stil, så dem bruger vi faktisk ret meget både i værdiansættelsen men også i selve strategiudviklingen og ligesom se hvordan det kan gøres. Så det er faktisk noget som vi bruger ret meget. Det er både i forhold til price/earnings vil jeg sige. Den bruger vil lidt i forhold til når vi skal sige okay, jeg vil stadigvæk mene at det mere er, i stedet for EBIT og EBITDA, for der er meget få af dem der kører med positive tal og det er ofte fordi hvis man skal ud og dels funde sig selv eller hvis man skal ud og virkelig vækste meget så bliver man ligesom nødt til at investerer meget af det her i vækst. Så derfor er det meget få på det tidspunkt hvor vi investerer som er cash flow positive EBITDA eller EBIT positive for den sags skyld, så der kan man sige der bruger vi det ikke, det ville slet ikke give nogen mening overhovedet. Til gengæld på exit siden der kan vi godt bruge det altså fordi hvis man kigger på. Man kan godt gå ind og lave en analyse af i forhold til at sige okay, kunne i blive positive på EBITDA eller EBIT hvis det var at i nu droppede noget af væksten fordi det er også lidt en sikkerhed for os i at de ikke skal ud og finansierer sig selv igen, eller vi går ind og siger, vi går ind og bruger nogle af de her ting her i forhold til hvordan ser 2019 ud 2020, så kan vi gå ind og vurderer det. Så man kan sige vi går ikke ind og gør det på historiske tal fordi det er der ikke i hvert fald ikke når vi investerer, men vi gør det så bagefter.

K: Hvordan kan det så være for eksempel i P/E, price earning multiplen, man kan jo sige den kommer jo længere nede i resultatopgørelsen når man.

N: Ja det er faktisk rigtigt, det har du fuldstændig ret i. Det er fordi jeg tænkte faktisk på omsætning i stedet for earnings, for det er jo selvfølgelig det kommer længere nede så det får faktisk også en to, og så kan man sige omsætning den bruger vi rigtig meget så den kan måske få en fire eller sådan noget. Ja fordi omsætning bruger vi jo meget for at se okay hvordan har udviklingen været i omsætningen, vi får jo rigtig mange ind som ser sådan her ud.

K: De har vel den klassiske hockey stick

N: Lige præcis. For det første skal vi jo se på hvad der kan forklare det her, det er klart hvis der ikke er en flaskehals med noget kapital men det sker jo altså sjældent, så vi går ind og laver noget analyse på deres omsætningstal historisk set, se hvordan er udviklingen, hvad er det for nogle kunder de får ind

K: Altså kigger på kvaliteten af det

N: Kigger på kvaliteten af det, tager nogle referencer. Typisk så prøver vi også og følge de selskaber i en periode, måske tre-seks måneder et eller andet i den stil, hvor vi ligesom siger okay, det er jo heller fordi at vi investerer over night, der er jo en due dilligent proces og så videre, så vi tracker dem også lidt for at se okay de ting de budgettere med kan de rent faktisk også leve op til det, så derfor vil jeg faktisk sige, nu har jeg kun skrevet fire, jeg tror måske i virkeligheden at jeg skriver fem fordi det er faktisk sådan set lidt vigtigt at finde ud af hvad omsætnings trenden og tendensen og så videre er. Men der er jo ikke så meget historik, så meget af det er jo også på at man kan se fremtidig er det realistisk, hvad er det for nogle ting der være, hvad er det for nogle antagelser der har gjort sig og så videre.

K: Hvad er begrænsningen ved at bruge omsætning i forhold til EBIT

N: Begrænsningen kan være altså, det er jo at der ikke er så meget historik. Altså sådan, det kan være at, hvis det eksempelvis er nogen som jagter det her enterprise segment eller større selskaber, så er der super stor usikkerhed forbundet med det fordi det kan være at der er nogle enkelte outliers eller noget i den stil eller samtidig så kan det også være ret svært at budgettere med når det er man er så ung fordi man har ikke nogen sådan rigtig salgserfaring, man ved ikke hvor svært det er, man har heller ikke så meget sådan, lidt afhængig af hvilken branche det er, men man har måske heller ikke helt fået den der model på plads, go to market model, altså vi vil jo gerne ind hvor det er at der i hvert fald er en form for opskrift så vi kan se okay når vi hælder nogle penge ned i her så vil de kunne skalere forretningen og få nogle flere kunder ind og så videre, så man skal have sådan en idé om det. Men der er jo bare noget usikkerhed involveret i det fordi det er unge selskaber. Derfor så kan man sige man skal lige tage det med en gran salt også hvis omsætningen og jo

længere ud i tiden jo mere usikkert bliver det selvfølgelig. Altså en ting er at budgettere næste måned eller det næste år men derefter der bliver det rigtig svært, der er det i virkeligheden vigtigere for os at kigge på teamet, hvordan de kan eksekverer det og hvordan markedet vokser fordi det er svært at budgettere ned til mindste detalje hvordan det kommer til at gå omsætningsmæssigt, men det er et vigtigt parameter det er noget vi kigger på også ikke mindst for at finde det stadie sådan for at finde om det match der er med os fordi det er afgørende for os om det er et selskab som har ingen omsætning eller om det har omsætning, og det er simpelthen fordi vores kompetence er ligesom at hjælpe med go to market og hvis ikke det er klar til at blive solgt jamen så kan vi ikke rigtig hjælpe selskabet. Så det er sådan det er og hvilke andre modeller, jamen så er der lidt sådan nogle tommelfinger regler kan man sige indenfor venture branchen, hvor man siger, lidt ud fra hvilke teknologier der bliver brugt og hvilken type omsætning det er, der er jo sådan noget recovering revenue som er omsætning hvor det er sådan subscription based, det vil sige det er omsætning som kommer igen ARA MAR og sådan noget, der plejer man og have en multipel der hedder sådan noget otte-ti på ARA i forhold til omsætningen eller i forhold til ARA undskyld ved årets udgang. Så der er lidt sådan nogle ting der, og så ud over det så laver man sådan noget peer group analasys i forhold til hvem har der ellers været og så videre og så kigger man selvfølgelig også på markeds faktorer men det er jo mere sådan noget, jeg ved ikke om det kommer, men det er jo mere sådan noget Porters eller SWOT analyse eller noget i den stil. Real optioner det bruger vi slet ikke.

K: Hvad hvis du skal sætte multipler generelt, altså hvis du bare sådan overordnet set på hvor vigtig er det så?

N: Jeg ved det ikke rigtig, det er nok vigtigere på exit siden end det er på investeringssiden vil jeg tro. Vi arbejder ikke så meget med det, så er det mere sådan noget peer group eller noget i den stil. Altså vi kan godt bruge det lidt i løbet af altså sådan os hvis man skal se okay hvordan er udviklingen i de selskaber vi har, der kan man også have en der hedder værdi i forhold til omsætningen så kan man sige hvordan, hvad er det for en multipel som vi arbejder med og vi bruger faktisk også noget der hedder 12 month trealing revenue multipel, jeg ved ikke om i kender det, vi har gjort det nogle gange hvor vi ligesom ser okay i det vi investerede i et selskab hvad var deres omsætning og hvad var deres valuation, hvilken multipel var da der og så kan man se okay, hvis vi nu kigger på deres omsætning nu de seneste tolv måneder og bruger samme multipel jamen hvad vil valuation ligesom være. Vi bruger sådan nogle multipel analyser engang i mellem uden at bruge dem super meget, men de har relevans helt sikkert og jeg vil sige jo mere modent selskabet bliver og måske bliver uafhængig af funding jo mere relevant bliver det også fordi så kommer de hen og bliver positive på earnings og på EBIT og EBITDA og så er det at man kan gå ind og bruge dem, så sådan lidt hen af vejen bliver de mere og mere relevant.

K: Hvis du skal sætte et tal på

N: Alt i alt samlet så sætter jeg den en 3'er.

N: Altså vi bruger rigtig meget sådan noget budgettering selvfølgelig og prøver at kigge på hvordan, selvfølgelig alle har et cash flow budget og alle har et omsætnings budget, og det budgetterer vi på, men ligefrem at bruge sådan en DCF model det synes jeg faktisk ikke rigtig at vi gør. Jeg ved ikke om det er det samme, altså vi bruger mange budgetter til okay hvordan udvikler omsætningen sig og det kommer an på nogle faktorer som antal kunder antal salg

N: Altså i forhold til en værdiansættelse på et tidligt tidspunkt der synes jeg faktisk at det er vigtigt med, jeg vil sige med omsætning synes jeg lidt det en kombination fordi at eksempelvis hvis jeg siger vores forventede omsætning om et år, altså det er mere i stedet for det kun er hockey sticks, også bare for at se okay hvor meget rent faktisk realiseret, er det realistisk. Det synes jeg faktisk er sådan ret jævnt fordelt, så hvad gør jeg så. For den er super vigtig, så hvis jeg så siger det er jævnt fordelt. Omkostninger, det som vi synes der er interessant ved omkostninger kan man sige og det som der giver os den effekt der er interessant, det er jo og sige kan man vokse sin omsætning uden at omkostningerne følger med fordi så er det ligesom at det har sådan en eksponentiel eller sådan en venture effekt kalder vi den, og det er det der er den mest interessante, så i virkeligheden så det ikke nødvendigvis, altså man kan sige omsætninger nu og her og historisk det er jo også i forhold til at se hvad er kapitalbehovet, hvor meget burn er der, i virkeligheden er det jo på den lange bane ikke særlig interessant, men det er jo interessant for os at se okay hvordan udvikler selskabet sig, fordi hvis vi skal give noget funding, lad os bare sige en halv million dollars, så synes vi jo at hvis det er at de har nogle omkostninger, super høje lønninger eller hvis de har, det ikke hænger sammen, eller hvis de brænder måske trehundredetusind dollars om måneden, så går der ikke ret lang tid før at det slipper op og så skal de ud og selvfinansierer sig igen og så videre, så derfor kigger vi på historiske omkostninger i forhold til at sige okay hvad er deres burn, hvor lang er deres run rate, kan de nå de her milestones inden at de skal ud og be om funding igen, så derfor er det ret vigtigt og omvendt er det jo også vigtigt at kigge på udviklingen i omkostningerne fordi de skal jo gerne udvikle sig mindre, de skal i hvert fald ikke stige ligeså meget som omsætningen gør, så derfor synes jeg jo lidt, jeg ved ikke hvad i vil hører mig sige om det også er sådan lidt en blanding altså.

K: Jo det bliver det jo nok i kigger jo meget, i hvert fald som jeg hører det, mest på den strategiske side og så den historiske side

N: Ja lad os sige det, for det er nemlig ret vigtigt.

K: Så er der arbejdskapital

N: Ja arbejdskapital bruger sådan set ikke rigtig så meget tid på, for at være helt ærlig.

K: Så er der afskrivninger

N: Jeg vil sige at det er mindre vigtig ved benchmark virksomheder i forhold til omkostninger. Afskrivninger, det varier en lille smule fra case til case, altså vi er jo ikke normalt så glade for dem der sådan har store CAPEX omkostninger forbundet fordi netop der har man ikke den helt store. Vi vil jo gerne for så lidt kapital som muligt kunne skabe en stor omsætning og derfor er vi ikke super glade for afskrivninger, men det er jo ikke ensbetydende med at vi ikke bruger tid på ligesom at kigge på det. Men det er jo også en af de ting der er det fede ved sådan noget en software eller en teknologi det er at de kan skaleres rimelig hurtig uden alt for mange afskrivninger, hvorimod hvis man skal have en eller anden restaurant som skal skaleres tredive restauranter så er der ret mange udgifter i forbindelse med at skulle finde nyt lokale, have en masse arbejdskapital og i øvrigt også have maskiner og produktion som skal afskrives.

N: Anlægsinvesteringer, det ved jeg heller ikke. Det kan vi jo sagtens gøre og sådan noget der, problemet er at det bliver en lille smule mere industrielt når der er en masse investeringer og så videre. Vi bruger det også nogle gange, men nogle gange kan det faktisk give super god mening, men det er ikke det vi bruger allermest tid på, men det er heller ikke sådan helt ligegyldigt.

N: Vækstrate i terminalperioden, det bruger vi måske på exit siden, men ellers ikke. Det er meget lidt vi bruger det, det andet her bruger vi lidt mere.

K: Så er der estimering af WACC ¨

N: Ja og det gør vi faktisk også kun på exit siden, og det er først senere. Eller enten er det ret sent når det er at man skal ud og lave banklån fordi det kan man jo gøre lidt senere når man ellers har et lidt mere stabilt cash flow og så videre, så kan man måske gå ud og låne nogle penge i banker eller det der, og der er det måske meget fint at kigge på hvad er kapitalomkostningerne og alt sådan noget. Så jeg ved ikke om det er forkert nu her når der står omsætning og omkostninger, for det er super vigtigt.

N (Ved spørgsmål omkring multipel): Det er jo sådan lidt en blanding vil jeg sige, og vi vil gerne vide hvordan multiplerne ser ud om det er helt off. Når vi går ind og kigger på seneste, netop for at se okay der er jo ret stor forskel på, hvis man har sit hockey stick og tager sin multipel analyse der som er det man budgetterede med eller om man tager den fra de historiske tal, og vi vil nok altså vi vil nok bruge en blanding, ende ud med det, men man kan sige at vi kigger på historiske og ser okay er det her fuldstændig ude i hampen fordi hvis det er det så er det også, altså så skal det virkelig, det er sku svært at vækste på den måde der og sådan, og hvor realistisk er antagelser og sådan noget der. Så det er ikke sådan at vi kun kigger på multipler, vi prøver at være lidt mere nuanceret med de her SWOT og med antagelser og alt sådan noget der, men vi kigger også på multipler både for historiske og budgetterede, men af de her to ting der vil jeg sige der er det sådan, når vi laver vores budgetter så er det selvfølgelig ikke det vi bruger mest tid på og

ligesom og bruge det til at forecaste budgetter, men i en værdiansættelsesperiode der går vi ind og kigger på de historiske. Så vi kigger på nøgletal for det her.

K: Så det er de historiske der er mest vigtige

N: Ja

K: Så kommer de lidt mere kvalitative faktorer som vi gerne vil kigge på

N: Yes. I forhold til værdiansættelsen så tidligere årsregnskaber altså det vil være helt, altså jeg tror ikke at vi har lavet en investering hvor vi ikke har kigget på deres seneste årsregnskaber, så det bruger vi og jeg vil sige at det er både vigtigt og hyppigt. Budgetter det er lidt det samme altså vi skal kunne købe ind på de budgetter de har lagt, hvis ikke vi kan det så bliver vi nødt til enten og udfordre dem på budgettet eller også det andet og der har ikke været nogen som helst selskaber som har fået en krone uden at vi har set et budget, så det er super vigtigt også. Det vil jeg nok sige er det allervigtigste. Brancherapporter kigger vi selvfølgelig også på, jeg ved ikke om det er, vi kan lave både desk ressource, vi kan spørge nogen som har brancheerfaring, vi kan kigge på forskellige ting, så det er helt sikkert også vigtigt ligesom og at have en idé om hvordan det er og det kigger vi også på. Jeg vil ikke sige at det er helt ligeså vigtigt, men derfor er det stadig super vigtigt, så man kan sige hvis jeg kunne give de andre ti havde jeg gjort det. Det er ikke helt lige så vigtigt, de andre er en forudsætning. Ledelsens track-record. Vi kigger rigtig meget på teamet, super meget. Men fordi man er ung og man ikke har prøvet så meget før, så tæller det selvfølgelig ned i værdiansættelsen men det er ikke show stopper som sådan, men vi kigger på det. Altså man kan sige vores hyppighed er altid at vi kigger efter det, men selvom at det er vigtigt så er det ikke en show stopper. Dialog med ledelsen, vi investerer rigtig meget i teamet også fordi det, vi investerer også i en minoritet, altså vi investere ti-tredive procent, så det vil sige dem der repræsenterer den resterende del, i høj grad founder teamet det må også gerne være andre, men founder teamet har en store del af det, så man kan sige at det er dem der er primus motor og det der dem der virkelig skal være dem der ligesom driver det, være drivkraften, og det vil sige, hvis ikke vi synes at de er dygtige, så giver det ikke rigtig mening for os at investere på den måde som vi gør, så vi investerer kun såfremt at teamet er et rockstar team. Og gerne hvor der er mere en. Forretningsplan det er også super vigtigt, det er jo lidt ligesom det samme som budget kan man sige, bare hvor du måske lidt mere er sådan lidt mere nuanceret billede af hvordan man skal gøre og så videre. Vi går selv ind og hjælper med at udvikle den, så det behøver ikke nødvendigvis at være en selskabet kommer med, men det skal i hvert fald være noget vi kan købe ind på og hvis ikke vi kan det, så duer det heller ikke. De er alligevel vigtige de her. Sammenlignelige selskaber det behøver det egentlig ikke at være altså det ville da være fint hvis man kunne se nogle altså det sådan lidt det der med at, nogle af de der da kommer siger, vi har fundet på det her og i tror det er løgn det er et kæmpe marked der er ikke en eneste konkurrent. Så kan man sige enten så er det ofte fordi de ikke har fundet ud af hvem deres konkurrenter er eller også er det fordi at de er på et marked der ikke er særligt profitabelt for hvorfor skulle der så ikke være andre. Så det der med at

have konkurrence eller have sådan nogle sammenlignelige selskaber det er faktisk ikke nødvendigvis en dårlig ting. Så vi bruger det men det er ikke nødvendigvis, det kan også være man bare ser måske lidt af sig selv i nogle andre og det vil også være fint nok, det behøver ikke at være sådan hundrede procent kopierbart eller tager den der totale nettoversion, men hvor man ligesom tager nogle elementer fra nogle af de førende eller hvor man ligesom prøver at disrupte en branche ved at sige vi går ind og gør det samme service, men vi disrupter på prisen eller vi gør det på en hundrede procent automatiseret, så det er rigtig godt at der er sammenlignelige selskaber, men det er ikke det vi går allermest op i. Organisationens know-how, jamen det er jo også noget af det vi kommer med, noget af det som vi kan prøve at hjælpe med i forhold til det med at få en bestyrelse ind og få nogle ind der har noget know-how. Ofte så er det jo nogle lidt mere nørdede typer eller unge typer med ild i røven som laver et eller andet produkt og så videre, og så kan man sige i virkeligheden er det det som vi kan komme med eller vi kan komme ind og hjælpe med. Så man kan sige selve founder teamets know-how er ikke det mest nødvendige, det egentlig bare vigtigst at de er super drevne og de har sådan en god forretningsforståelse og er dygtige på den måde, så kan man sige den erfaring og sådan noget andet det kan vi måske være med til at hælpe dem med eller vi kan få sammensat en bestyrelse. Så det er super vigtigt at de har noget know-how indenfor hvordan tænker kunden som skal ud og sådan noget der, men i forhold til erfaring med selve venture selskaber, det er lidt det samme som track-record det er ikke nødvendigt, men det er alligevel ret vigtigt fordi de kender deres egne produkter og de kender deres egen forretning og de kender kunderne. Dit personlige branchekendskab, jamen det er i virkeligheden ikke så vigtigt. Altså vi er lidt mere generalister herinde og det er også en af grundende til at vi går ind på det stadie som vi gør, det er netop fordi vi skal ikke være med i produktudvikling fordi vi har ikke tyve års brancheerfaring, vi kan være med på selve skaleringen eller de ting hvis man er lidt mere universelle. Men selve branchekendskabet er ikke nødvendigt. Samtidig har vi en masse investorer som vi bruger til, vi har hundrede investorer eller noget i den stil som er tidligere business angels eller tidligere iværksættere og business angels typer og alt sådan noget der eller high executives og de har noget branchekendskab, så vi prøver ligesom at få en masse forståelse for det og vi prøver selvfølgelig også at gå ind og kigge på hvordan forecaster man den her branche her, så vi prøver egentlig at gøre alt for det, men det er ikke noget man behøver at have sådan i toppen af hovedet. Personlig gut-feeling, det er også vigtigt og man kan sige vi er jo ligesom et team, så det er ikke så meget personligt gut-feeling det er måske mere sådan, hvis alle har den rigtige gut-feeling så kan man sige, så er det meget fedt. Men der vil altid være en grad af gut-feeling og det er ikke fordi den er super irrelevant. Altså vi skal være sådan positive omkring det hele. Det skal være sådan så det er, det skal understøttes af nogle tal og nogle brancherapporter og at vi har mødtes med founder teamet og alt sådan noget der, men der skal bare være sådan en oppe i hovedet at man tænker okay det her jeg har sku en god fornemmelse med den case her, det er en forudsætning. Det er ikke det vi bygger det hele på men det er lidt også en forudsætning at man skal virkelig tænke okay fedt at komme ind i den her og fedt team og det her det bliver skide godt. Men det er så ikke, vi er jo et team, så det er ikke sådan så bare fordi at jeg har

en god gut-feeling, så er det det der afgør det værdiansættelsen eller det der er afgørende for investeringen. Andre faktorer, jamen altså jeg ved ikke om det går ind under sådan noget brancheerfaring, men ellers så er det jo sådan exit muligheder og funding og exit måske. Så går vi også ind og kigger på andre investorer måske. Hvad går vi ellers ind og kigger på, ja så kan det jo være sådan noget, så er der jo både tech og legal due diligens og kommerciel hvor man kan gå ind og kigge på nogle af de andre ting og sådan noget. Ja det må være fint det der. Så kommer de her mere strategiske.

K: Ja og det er ikke sådan at vi tænker i mere slavisk gennemgår det er mere tankegangen bag dem, det er dem vi er ude efter og hvordan de har implikation på værdiansættelsen af et selskab.

N: Og ja, netop fordi der ikke er så meget historik, så er det jo også vigtigt altså selvfølgelig bruger vi den historik der er til at se hvor langt er de på den rejse de er på, men et eller andet sted der skal man jo købe ind på deres strategiske visioner og så videre fordi vi ved jo godt at hvis vi investerer og selskabet så ellers bare ikke udvikler sig og man bare fortsætter jamen så er det jo ikke nogen god forretning, vi skal jo være sådan hvor vi kan gå ind og vækste det, så vi går ind og laver sådan strategisk analyse og netop som i siger det er sjældent at vi sætter os ned og så laver vi hver af de her altså sådan så, men vi bruger det tankegangen, vi bruger det på den ene eller den anden måde selvfølgelig. Jeg tror at den som vi bruger mest sådan standardiseret det er nok SWOT, så den vil jeg sige den er ret vigtig. Eksterne faktorer ja det bruger vi ret meget. Porters diamond det bruger vi ikke helt så meget altså vi bruger det meget på det der kan vi skalerer til udlandet er det sådan noget der kun er lande fokuseret, men vi investerer i USA og i Europa så det plejer faktisk ikke at være det helt store issue i forhold til, ikke forhold til de andre i hvertfald. Porters Five Forces det bruger vi også meget og det samme med værdikæde. Ansoffs vækstmatrice der bruger vi jo nok også i forhold til skaleringen om det skal være vertikal eller horisontal og så videre, så det er faktisk lidt vigtigt. BCG, altså vi bruger jo nok nogle af de der ting men det er heller ikke sådan så vi sætter os ned måske. Det er måske ikke lige sådan vi stiller det mest op vil jeg sige, men vi er selvfølgelig opmærksomme på hvor profitable produkter er og om det skal være det ene eller det andet.

K: Så ser den her nok lidt voldsom ud, der skal bare sættes krydser. Det er sådan lidt mere tankegangen, hvordan de har en implikation på estimering af input faktorerne til omsætning for eksempel.

N: Jamen omsætning det den går næsten hele vejen ned, det prøver vi at analyser på forfra og bagfra og op og ned og jeg ved ikke hvad for at se okay jo mere præcise vi kan være på omsætning og jo mere vi kan analysere den jo bedre et eller andet sted. Omkostninger, jo det er jo lidt det samme kan man sige, det plejer at være sådan lidt mere i virksomhedens egne hænder, men ikke desto mindre så er det jo også noget vi går ind og ser på okay kan man skærer det ned kan man gøre et eller andet. Arbejdskapital ikke helt i lige så høj grad, det her det vil jeg sige det bliver nok mere overordnet betragtning på mange af de her her, hvor man ligesom går ind og kigger. Måske afskrivninger lidt i forhold til, men det bliver lidt overordnet. Ja det her kigger vi lidt mere overordnet på, hvis der er en eller anden der føler at afskrivninger, så kigger vi måske lidt

mere strategisk på det og så videre eller noget i den stil, men der er også mange sager, hvor det er der arbejder vi ikke med så mange afskrivninger og sådan noget der, der er det en ret lille post, så der er det sådan næsten lidt ligesom for meget at gå ind og lave en hel PEST eller PEST(EL). Men man kan sige omsætning og omkostninger det går vi altid ind og kigger på, hvad er det for nogle drivere, hvad er det for noget der gør det, hvordan vil det se ud på lang sigt, hvad skal man være opmærksomme på og sådan nogle ting der. Så der vil jeg sige der bruger vi altid hele pladen agtig, hvorimod det andet der det er sådan ofte mere afhængig af projektet.

N: Jeg tror at jeg vil sige strategisk, og det er fordi at jeg synes at man skal vise at man kan føre det ud, men selve værdien ligger ikke i det man har gjort, det ligger mere i det der kommer, så hvis man kan vise at man har opskriften og man kan vise at der er noget trakction og så videre så er det det der ligesom skal bruges fremadrettet fordi alt guldet ligger i virkeligheden going forward, det er derfor jeg siger strategiske er det vigtigste. Ja jeg er jo sådan lidt mere analytisk eller sådan ret analytisk drevet, så man kan sige, ja jeg synes at det er lidt en kombi fordi det er altså også ret vigtigt at have nogle budgetter og ligesom have en plan der er lidt mere kvantitativt hvorimod man kan sige det andet det er selvfølgelig noget af det vigtigste også, men jeg vil sige det er måske en fifty fifty.

Transskribering af PE7 – Kun besvaret vores spørgeskema:

Transskribering af CF13:

Generelt spørgsmål:

K: Problemstillinger i forhold til at værdiansætte et vækstselskaber i forhold til et mere moden selskab?

Det er risikoprofilen og sandsynlighed. Hvor sandsynligt, er det at man ender i en omsætningsvækst eller bundlinje, som man sigter efter. Det er let nok at sige, at man slår igennem med dette produkt, men det er minimalt chance at det er dig, som slår igennem og får produktet på markedet. Men generelt risiko betragtning og sandsynligheden for at slår igennem med sit produkt eller træder ind på et nyt markedet, vil være…. Det vil også være vigtigt for en traditionel virksomhed, men endnu vigtigere for et vækstselskab. Jeg har været med til at værdiansætte en vækstvirksomhed, hvor vi brugt en diskonteringsfaktor på 50%. De havde et nyt produkt og hvis de slog igennem, så slog de også igennem. Så bliver det en hockey-stick ,men sandsynligheden for at I slår igennem er ikke givet i hvert fald. Hvad er det der gør at I slår igennem i fremtiden?

K: Hvad mere med det praktiske? Hvis man nu skulle lave en DCF-model, hvad er så problematikkerne ved værdiansættelse af en vækstselskab komparativt til en mere moden selskab?

Problematikkerne for vækstselskaberne er hvor sikkert er forecastet og hvor høj skal WACC'en være. Men det er også de to mest væsentligt elementer i en værdiansættelse. Men der er selvfølgelig også marginer. Der er også en problematik i forhold til vækstselskaber, at det kan være svært for vækstselskaber at have indsigt i, hvordan indtjeningsmarginerne skal være i fremtiden, fordi de nødvendigvis ikke vil være det samme, som i dag. Der kan være stor forskel på din procentvis indtjening om du omsætter for en mia. Kr. eller 10 mio. kr., og der skulle helst gerne ske en væsentligt margin forbedring. Der skal heller ikke kun være top-linjen vækst – det betyder ikke entydigt at det er en god virksomhed. Indtjeningen i virksomheden skulle helst gerne følge med op. Der skal selvfølgelig også være indtjening til at generere væksten i virksomheden. En WACC er også meget afgørende. Når man sidder og forhandler og diskutere hvor denne valuationen skal lægge henne, så vil man altid give sig på sit fremtidigt forecastet fremfor din WACC; da den har så stor betydning.

Spørgsmål 1:

Vi kigger udelukket på unlisted virksomheder, så P/E er ikke relevant og jeg vil også sige, at vi man skulle se på det alligevel, så ville P/E værdien ikke være vanvittig høj. Generelt multpler anvender vi rigtigt meget. Ved vækstvirksomheder har man normalt lavt earnings og man har høj price, så det er mere ud fra forventningen til den fremtidige earnings. Selvfølgelig betyder det noget, hvis price er for høj i forhold til din forventede earnings, så er den jo ikke interessant, men igen, det er jo kun, når man kigger på listed

virksomheder. K/IV kigger vi heller ikke på, da det er lidt den samme forklaring, som ved P/E, at vi ikke kigger på listed virksomheder. EV/EBIT(DA) kigger vi en del på, men for vækstvirksomheder, hvor vigtigt er EV/EBIT(DA) så? Der er vi nok nede på en 3 stykker, fordi det man køber ind på, det er jo ikke det EBITDA, som de laver i dag, men det fremtidige EBITDA og EBITDA kan være negativt, så bruger man slet ikke EBITDA. EV/Omsætning er nok den vigtigste, taget i betragtning at der ofte er negativ indtjening. Jo tidligere man er i livcyklus for en virksomhed, jo sværere er det at estimere værdien, da de kan have negativt indtjening og stor usikkerhed osv.

Andre multipler, som man kan bruge er active users. Dette er et eksempel. Realoptioner tror jeg alligevel man kigger meget på i vækstselskaber. Det er jo noget, som man kigger meget på i teoretiske opgaver. Jeg ved at være director i vores valuation team. Hun er meget teoretisk. Det er helt klart noget, som man kigger på. Der er også noget likelihood i blandt i det. Nogen gang er det binært og andre gange er det ikke. Et eksempel kunne være medicinal industrien, hvor det er lidt binært i forhold til de produkter, som de udvikler (Fasesandsynligheder). Andre modeller vil være ROI, hvis du nu har investeret 100 mio. kr. i denne virksomhed, hvad vil sælger, så have tilbage. Andre modeller kunne være VC-methods. DCF bruger vi næste aldrig i vækstvirksomheder, men hvis det kan lade sig gøre, så vil vi selvfølgelig have modellen med. Der er altid stor diskussion om WACC'en i disse selskaber, da WACC'en betyder sindssygt meget. Man diskuterer altid, hvor stor risiko den pågældende virksomhed har osv. I moden selskaber betyder dit forecast ikke lige så meget som ved vækstvirksomheder, da ved vækstvirksomheder er der en større usikkerhed og dermed skal du have en større opmærksomhed på tallene (forcastet) end du skal ved moden selskaber.

Spørgsmål 2b:

Det vigtigeste er indsigten i hvordan fremtiden ser ud for industrien, branchen osv.. Altså hvad der ligger strategisk bag. Historiske kan være lidt ligegyldigt, men omvendt hvis der ikke er belæg historisk for at den skal vokse med 10 % hvert år i fremtiden, så har historiske regnskaber en betydning. Det betyder dog ikke lige så meget som strategiske analyser og benchmarkes.

Spørgsmål 5:

Det er jo lige få, at man ikke gør brug af alle disse modeller, men at man sætter sig ned og lave en BCG-matrixen – det tror jeg ikke, men det er mere tankegangen, som man anvender.

Spørgsmål 6:

Det afhænger lidt af virksomheden, hvorvidt organisationens know-how er vigtigt.

K: Nu kan jeg se at du svarer at sammenlignende selskaber, bruger i altid, men vigtigheden er mindre for jer?

Det handler om hvordan man adskiller sig frem sine konkurrenter og hvordan de performer., men der kan godt være stor forskel på og særligt i vækstvirksomheder og det er nødvendigvis ikke relevant at vide præcist hvad konkurrenten laver for at du bryder igennem. Det er klart, hvis man er i gang med at udvikle det samme produkt, hvem kommer først til målstrengen, så er det super relevant. Men det kommer an på konkurrencesituationen.

Spørgsmål 8:

Man kan sige, at man af disse modeller er med til at man får en generelt forståelse for virksomheden og hvad der foregår rundt om virksomheden. Så alle modellerne er relevante til at forstå forretningen. Ud fra forståelsen af forretningen, så definerer man ting, som arbejdskapitalen, omsætningen osv.

Spørgsmål 10:

Jeg vil aldrig kunne lave en værdiansættlese, hvis jeg kun kigge på strategien, men jeg vil heller ikke aldrig kunne lave en værdiansættelse, hvis jeg kun kunne kigge ind i financials, men den vil alligevel blive bedre, da man har nogle tal, at støtte sig til. Jeg ville nok ikke turde agerer kun på grund af en værdiansættelse på baggrund af finansielle materiale uden understøttelse den strategiske del. På den anden side, så er en værdiansættelsemodel bare en lommeregner. Så jeg vil vælge de strategiske modeller.

Transskribering af CF14 – kun besvaret vores spørgeskema:

Transskribering af CF15

Spørgsmål 1:

Teoretisk er det korrekt at beregne det frie cash flow enten via en DCF eller EVA, for at finde værdien af de fremtidige pengestrømme. Problemet med vækst virksomheder er dog at flere af disse ikke generere noget positivt frit cash flow i budgetperioden (grunden lave indtjeninger og høje investeringer) og derfor kommer størstedelen af værdien fra terminalperioden som bygger på nogle strenge antagelser omkring fremadrettet vækst, WACC osv. Hvilket ikke er specielt dynamisk.

Derfor ser jeg mere multipler anvendt i praksis, da man hurtigt kan få et overblik over hvordan markedet værdiansætter lignende virksomheder som har samme vækst rater osv. Det er selvfølgelig aldrig muligt at finde en 100% identisk virksomhed, men i sidste ende er prisen altid en forhandling og derfor er det bedre at være ”roughly right” (multipler) end at være ” precisly wrong” via en DCF eller EVA. Særligt EV/omsætning kan være vigtig hvis virksomheden måske har negativt EBIT/EBITDA, eller nogle helt specifikke multipler for branchen.

Realoptioner har jeg aldrig set benyttet kun i healthcare virksomheder, men dette er meget teknisk.

Spørgsmål 2A:

Vi budgetterer alle faktorer for at komme ned til det frie cashflow. Det er vigtigt at se hvor virksomheden skaber værdi og hvor den kan forbedres. Giver et bedre overblik også overfor banker osv. som skal være med til at finansiere det.

Spørgsmål 2B:

Generelt bruges historikken meget til at sige noget omkring omkostningerne going foward. I en DCF er meget drevet af omsætningen og derfor er det vigtigt at få denne så korrekt som muligt ved at analysere de fremtidige tiltag, markedet, kontrakter med kunder osv. Specielt når vi taler vækstvirksomheder. Her er det vigtigt at kunne vise at der er et omsætningspotentiale og et marked ellers er der ingen værdi. Omkostningerne kan man altid tilpasse lettere bagefter, men det nytter ikke noget uden en omsætning. Når det er sagt, så er vækst virksomheder ikke i en ”steady state form”, hvorfor man skal være varsom med at lade historikken drive budgettet fremadrettet og derfor skal man i stedet være grundig i sin strategiske analyse af selskabet og forventningerne til fremtiden.

Spørgsmål 3A:

Jeg ser den ikke ligeså meget brugt i praksis, men svaret ville være meget det samme som ovenfor under DCF.

Spørgsmål 4A:

Alle de transaktioner jeg har været med til handles der altid på en budgetteret multipel der bygger på budgettet. Dette er også det som køber "køber" sig ind i og skal betale for. Og ved vækst virksomheder er det specielt fremtiden der er vigtig.

Spørgsmål 4B:

Multiplen er beregnet pba. af en sammenlignelig peergroup derfor er denne yderst vigtig. Ligeså bruges den strategiske analyse til at danne grundlag for det nøgletal som virksomheden skal handles på.

Spørgsmål 5:

Generelt bruger vi aldrig realoptioner eller decideret teoretiske strategiske analyse modeller, men hvis man skulle vælge en ud til at spotte realoptioner skulle det måske være BCG's matrice, da den netop viser potentielle nye muligheder.

Spørgsmål 6:

Altid tæt dialog med ledelse for at forstå budgettet og den fremadrettede plan for vækst virksomheden.

Spørgsmål 7:

Som nævnt tidligere så udarbejder vi aldrig teoretiske strategiske analyser og det er meget sjældent jeg ser dem i praksis. De ses selvfølgelig i varianter, men en decideret "SWOT" har jeg aldrig set. Det er en god måde at lære at tænke på via studiet, men i praksis er det mere en blanding af det hele.

Spørgsmål 10:

Værdiansættelses modeller er blot et teoretisk redskab. Det er den strategiske analyse der bidrager med inputtet og særligt ifb. med vækstvirksomheder er det vigtigt at forstå strategien bag deres forretning for at vurdere om den er noget værd. Men jeg ser de to som afhængige af hinanden.

Spørgsmål 11:

I bund og grund så kan man sige at det er de kvantitative tal som danner grundlag for værdiansættelsen og derfor er disse selvfølgelig vigtige. Omvendt så skal der det rigtige team og forretningside til at skabe fundamentet og troen på at de kvantitative budgetter kan opnås. Derfor ser jeg de kvalitative faktorer som det

vigtigste. Jeg har flere gange hørt at investorer kigger efter det rigtige ledelsesteam frem for ideen/produktet bag, for uden de rigtige folk bliver selv en god ide aldrig til noget.

Transskribering af CF16

P: Andre modeller, ja LBO'en ved jeg ikke det er jo den klassiske private equity model, den bruger vi jo faktisk hver gang.

K: Hvad med jeg tænkte på multipler generelt, altså nu har vi de seks du har nævnt det er sådan underspecificeret.

P: Jamen multipler generelt vil jeg sætte til det samme som EV/EBIT.

K: Så springer vi videre til to a

P: Ja altså det første er helt klart et kryds ikke og det er det andet også ikke. Altså udelukkende budgettering af nøgletallet, budgettering af det underliggende, ah okay på den måde, okay. Så er det to'eren der.

K: Nu springer vi videre til to b, nu er det så de informationskilder, man kan sige vi har historiske regnskaber, benchmark og strategiske analyser, hvordan er de med til at kvantificerer inputstørrelserne som omsætning og derned af?

P: Den er jo lidt svær at finde i terminalperioden på historiske regnskaber, og der vil jeg sige benchmark der kunne man tage nogle børsnoterede og kigge på hvad de har nogle analytiker rapporter, strategiske analyser det vil jeg helt klart, så der vil du have lavt på historiske regnskaber og høj på de to andre. Og WACC der er det også lavt på de historiske og så højere på de to andre, hvor nok særligt at benchmark virksomheder nok er højere end de strategiske analyser. Andre faktorer, ja altså sådan noget som, det er jo sådan nogen, nu nævner i tre kategorier og vi laver også interviews for eksempel ikke.

K: Ja det er jo så under andre kilder kan man sige altså kolonnen til højre

P: Ja okay, så vil jeg sige det er noget af det vi altså i industrier vi ikke kender så godt så vil vi mange gange tale med sektor ekspertiser og den slags for at få deres syn på ligesom på industrien typisk, og muligvis hvis de kender det enkelte selskab så hører lidt om hvad de tænker omkring det.

P (omkring EVA): Jeg tror at jeg vil svare det samme, jeg tror bare at vi kan kopierer svaret

P (Spørgsmål 4 a): Det er jo, det kommer jo lidt an på hvor man er henne i selve værdiansættelsen fordi hvis man er tættere på der hvor budgettet ligesom er, hvis man forestillede sig at det var kalender år og man skal lave en værdiansættelse i november eller oktober for eksempel eller efter sommer, så vil man nok kigge lidt på hvor budgettet ender henne eller hvordan man ser curring trading eller hvordan budgettet ser ud og så videre. Hvorimod hvis man er mere oppe på hvad hedder januar eller februar og skulle lave det der, så vil man nok kigge lidt mere på hvordan sidste år ligesom var, men

det vil være meget afhængig af hvor meget vækst der er i budgettet, så hvis der er meget vækst, så vil man kigge meget på altså på nøgletallene også fra de seneste års regnskaber for ligesom at få en eller anden fornemmelse af er den her vækst er det noget der er erfaring med eller historik for at gennemføres eller er det sådan en hockey stick ligesom sådan, og så skal man have nogle særlig gode årsager til ligesom at sige hvorfor det lige pludselig skulle komme fra det ene år til det andet ikke, og der vil man jo så mange gange dykke længere ned i og se okay kig på de enkelte månedsudviklinger for at se om der er en trend eller en sammenhæng der i mod hele året ikke. Så hvad er svarene her, ja man bruger jo både begge dele her ikke, det er sandheden., men hvad hedder det man vil anvende begge dele, for også fordi mange gange vil man jo sige at en værdiansættelse er en range og altså ikke bare et punkt. Det er ligesom mere det ligger et eller andet sted i mellem, men også særlig fordi vi jo anvender det til køb og salg ag virksomheder med det jeg laver, og så er der også andre her i huset som laver mere bare sådan reguler skattemæssig værdiansættelse eller valuation alene, men i et køb og et salg der har du jo også altid en eller anden grad af, det kan jo godt være at sælger synes at det er så meget værd, men køber synes måske det er så meget værd og altså den der pris i midten der er den lidt derovre eller er den lidt derovre, den er et eller andet sted i mellem, så det kan være svært at sige at den er lige er, men den ligger inde i et eller andet spænd ikke. Når vi laver værdiansættelser af virksomheder og specielt, når det er vækstvirksomheder, så anvender vi mange forskellige modeller til at komme med et range, hvor værdien af virksomheden vil ligge i. Dette gør du for at skabe overbliksbillede af virksomhedens værdi.

P (Spørgsmål 4 b): Jamen det gør, altså vigtigheden i de historiske regnskaber den vil være rimelig høj, det samme med benchmark og strategiske analyser.

P (Spørgsmål omkring real optioner): Jo altså det der jo er svært ved optioner det er jo at, real optioner er jo også flere forskellige ting, så der er lidt den basale del af det som er tale om binomial træer og flere forskellige udviklinger og så er der den lidt mere komplicerede hvor man regner på sådan usikkerheden i de forskellige udviklinger på noget meget mere data tungt grundlag, så det bliver meget mere statistik i bund og grund for at se om udfaldet bliver det ene eller det andet. Så mange gange vil man jo se i vores branche at man forsøger ligesom baseret på nogle outcome og nogle vægte som er lidt subjektive typisk og sige okay summen af de her forskellige optioner gør at en fair værdi ville ligge et eller andet sted i midten afhængig af hvor meget vægtene nu er i hver sin retning ikke. Men det er jo sådan lidt den forenklede eller subjektive måde at gøre det på. Der hvor man kan bruge de mere matematiske real optionsmodeller altså hvor man ikke laver de her subjektive vurderinger, det er jo der hvor du har et underliggende aktiv som du har en større mængde data for som du kan kvantificerer eller ligesom regne på usikkerhederne i, så det handler om volatilitet og du vil være nødt til at narrow det ned til nogle forskellige altså enkeltstående parametre, så et godt eksempel på sådan noget vil for eksempel være oliepris som man har data som ligger hundrede år tilbage på eller mere, så der har du ligesom et datagrundlag som gør at du kan regne på hvad volatiliteten er i det. Det ville du

også kunne gøre på kornpriser og den slags. Men du kan jo ikke gøre det, jo du kan godt gøre det på sådan en eller anden form for risikobetragtning på et venture som helhed, men du kan ikke gøre det på et specifik venture selskab som laver en eller anden teknologi som aldrig nogen har lavet noget om før og som der ikke er noget data tilgængelig for, for at sige hvordan er det tracket over historisk fordi du er nødt til at bruge noget historie til at gætte eller ja kvantificere på hvordan er usikkerheden eller risicien i det her fremadrettet ikke, så den største udfordring med real optioner, hvis man skal, det er at de får en grad af subjektivitet hvis ikke der er et underliggende aktiv, som du har en tilpas datatilgængelighed på. Og så kan du så sige, spørgsmålet her er jo hvad er det for nogle analyser man ligesom bruger til at spotte om de er der, og det er jo særligt der hvor man bliver opmærksom på at der kan være forskellige udfaldsrum ikke, og hvor er det man ser det henne i de her forskellige analyser, jamen det gør man vel lidt i helt klart i Porters vil jeg sige ikke, i Five Forces specielt ikke. Jeg vil også helt klart sikkert sige i SWOT'en, den er selvfølgelig altid en eller anden form for baghovede hvor man altid skriver det ned ikke, BCG'en jo måske nok også ikke. Livcyklusmodellen er jo en meget relevant model fordi ligesom alle virksomheder går igennem nogle livscyklus, men modellen typisk som den er tegnet op i lærebogen er jo lidt forenklet fordi de fleste virksomheder som typisk begynder at kører ned af igen vil jo altid forsøge at transformere sig selv, så den har ligesom sådan en s kurve og så er der selvfølgelig de virksomheder som ikke lykkes med den, der tror jeg nok ikke man, altså den har ikke så meget for mig lige at sige i forhold til real optioner umiddelbart og omvendt så har den jo fordi man kan sige at muligheden for hvis man kan trykke den dimension med ind at det er en s, så den vender igen vil jo gøre at, det vil jo være nogle betragtninger om virksomheden skulle igangsætte nogle projekter som man kunne betragte som real optioner og man så på den måde kunne ligesom se en mulighed for at tillægge noget værdi på, så jo det har den nok egentlig også ikke. Værdikædeanalysen jamen den har jo sådan set også fordi det er jo en betragtning om, altså det kommer jo lidt an på, den analyse har jo typisk to meget relevante aspekter. Det ene er ligesom at se på hvor stærk står vi i værdikæden er vi presset forfra eller bagfra i kæden, men den har jo også i forhold til specielt når man taler køb og salg den her betragtning ligesom at sige skal vi udvide altså i forhold til budget eller i forhold til den fremtidige, skal vi udvide værdikæden eller skal vi ikke udvide værdikæden, der kan jeg faktisk heller ikke huske specifik nok om man i skolebogen ligesom taler om at sige jamen er det bare det der hvor meget pres der er i værdikæden altså i de enkelte retninger, eller er det også i forhold til at sige om en virksomhed skal kigge på at gå altså horisontal eller vertikal i værdikæden ikke.

K: Den handler jo sådan lidt omkring de processer som er værdiskabende i forhold til, hvis det nu er produkt, hvad for nogle dele vores indkøb vi har en god bargain power som gør at vi kan få dem til billige priser, som gør at vi kan få stor margin for eksempel på den måde eller er det i vores produktion vi er mere effektive compared.

P: Så vil det jo nok ikke være, hvis det er i så simpel fordi det er jo sådan en enorm vigtig betragtning i vurderer en virksomheds evne til og kunne fastholde dens hvad kan man sige marginer, vækst fremadrettet også ikke, så den vil jeg nok sætte lidt lavere ikke

P (I forhold til PEST(EL) analyse): Det er jo også sådan noget der er enorm svært at putte på real optioner. Omvendt kan man så sige at hvis man nu har et eller andet kan man sige given virksomhed som gør sig for eksempelvis vestas som er meget politisk underlagt afhængig af hvor meget subsidierne er i de enkelte lande bliver det mindre og mindre, men der har været rigtig meget, så de har selvfølgelig, hvis et givent land hvor man åbner op for at sætte vindmøller op og få subsidier jamen så kunne man jo sagtens bygge sådan stor optionsmodel fordi hvornår er det de forskellige lande vil komme på og så videre og hvad er risikoen for at de enkelte lande vil komme på, så du vil nok godt kunne finde eksempler på det, men det vil være enormt svært at gøre det i den real optionsmodel hvor at du ligesom bruger matematik på at regne fordi det kan du jo ikke rigtig gøre, og det vil være svært.

K: Ja sådan en Black-Scholes model

P: Ja. Så det er jo sådan, jeg ved ikke helt, det er lidt et specielt spørgsmål i stiller, jeg tror at min pointe til jer det er mere at der hvor at real optioner de giver særligt meget mening det er der hvor der er ligesom projekter eller identificerbar ja projekter eller anderledes frie cash flow strømme, som afhænger af nogle andre ting som ikke er i det basale budget og dem kan man så arbejde med som legoklodser eller binomial træer og så har du så det her omkring, vi vil typisk være mindre tilbøjelig til at tillægge det alt for meget værdi hvis det var subjektiv kvantificeret hvorimod hvis det var for eksempel som oliepriser eller juletræspriser som man faktisk også kan tracke langt tilbage du ved så kunne man tillægge det mere værdi.

K: Så går vi lidt over i mere kvalitative måder, hvordan har de en implikation på værdiansættelse af vækst virksomheder. Og når vi snakker om tidligere regnskaber og

P: Og så er det specifikt på vækst virksomheder, så vil jeg sige at tidligere årsregnskaber, man kigger jo altid på det. Budgettet vil man også altid kigge på og det vil jeg faktisk også sige til alle de andre. Hvilke andre metoder kunne man eventuelt bruge, jamen det rammer jo meget godt det her i forhold til hvad man lige i første omgang gør. Altså også fordi specielt forretningsplan dækker over ret meget, så jeg vil sige så længe at man har den med så har man ikke så mange, fordi forretningsplan dækker så mange ting. Den dækker jo mere eller mindre alle de faktorer som man er nødt til at tænke ind ikke.

K: Og så kommer mere sådan generelt hvordan de her analysemodeller har en implikation også på vækst virksomheder. Igen tankegangen.

P: Jamen der vil jeg jo også sætte dem, de tre første der vil jeg jo sætte højt ikke, nej faktisk også de fire, livscyklusmodellen fordi virksomheden er i vækst, måske lidt lavere, men omvendt nogle projektvirksomheder, eller nogle virksomheder har jo en eller anden forretningsmodel hvor at den ligesom er capted eller den laver måske et eller anden hvor den er er på et marked som måske ikke kan blive ret meget større og så er livscyklussen jo relevant igen, og så kommer du lidt tilbage til så skal du finde nogle andre ting at lave ovenpå, men lad os bare sætte den lidt lavere. Vækstmatrice, BCG og SWOT kan du også sætte som de første der altså. Altså virkeligheden omkring alle de her modeller er jo at, det er meget sjældent at man, grunden til at man lærer dem i skolen er jeg ret overbevidst om, det er jo fordi man skal lærer tankegangen i koncepterne.

K: Ja præcis, det er også det vi er mest ude efter.

P: Men virkeligheden er jo så bare at når man anvender det i praksis, så bruger man jo på den enkelte case hele tiden de relevante ting på hver af dem. Og modellerne er jo også til sin vis overlappende ikke flere steder, men samtidig er de også i nogen udstrækning komplementerende ikke. Så derfor har man jo sådan en konstant mix af det hele i ens vurdering.

K: Ja så kommer sådan i forhold til hvordan de strategiske analyser er med til at kvantificere input faktorer til værdiansættelse af vækstvirksomheder, og vi skal bare sætte krydser her i forhold til dem du sådan.

P: Jeg tror at jeg vil gøre det lidt ud fra kan man sige hvad er det for nogle ting vi ligesom arbejder mest med fordi ellers så tror jeg måske det bliver en lille smule for for ubrugeligt kunne man sige, man kan jo næsten sætte et kryds ved det hele og omvendt så kunne man også vælge at sige hvad er det vi bruger mest. Så jeg tror at jeg vil anvende spørgsmålet lidt på den måde og der vil jeg jo så sige at du bør sætte kryds hele vejen hen både ved Five Forces, SWOT og værdikæden kigger vi også altid på så den kan du også kører hele vejen hen. Men man bruger jo modellerne til i bund og grund tænke mere eller mindre lidt på det hele altså i budgetplanlægningen ikke. Giver det mening?

P (Spørgsmål 10): Sæt venligst kryds, men du ved en værdiansættelsesmodel er vel også baseret på en strategisk analyse er det ikke, eller hvad er i mener her.

K: Jo altså det vi tænker på hvad er det mest værditilførende kan man sige til en værdiansættelse.

P: Når så det du mener er hvilken model du anvender.

K: Ja altså du kan sige værdiansættelse der har du DCF modellen, multipler og den måde som en kasse. Strategiske analyser der har du så at sige tankegangen på den måde, hvad er så mest værditilførende til, hvis man tager sådan en trekants perspektiv. Jeg ved god at det er lidt.

P: Det er måske et lidt svært spørgsmål, jeg ved ikke om jeg er helt enig i om man kan svare på det spørgsmål. Fordi du ved, du kan ikke komme over i din værdiansættelsesmodel hvis ikke du har lavet din strategiske analyse, så på den måde så bliver det sådan lidt hønen i ægget spørgsmål. Men i forhold til at danne sig en opfattelse af hvad værdien er, så vil jeg sige så er den strategiske analyse nok vigtigere fordi hvis du ikke har den så kan du aldrig lave det andet.

K: Så vender vi den lidt om i forhold til kvalitative og kvantitative, hvad har størst værditilførsel til værdiansættelse af vækstvirksomheder.

P: Ja der vil jeg sige at det er kvantitative, det er jo ubetinget dem som i alt simpelhed påvirker modellen mest.

K: Så har vi lige et par generelle spørgsmål altså sådan lidt mere, hvis man skal sætte det sådan firkantet op for eksempel, hvad er faldgrupperne ved at værdiansætte en vækst virksomhed for eksempel sammenlignet med mere modne virksomheder?

P: Ja, hvad er faldgrupperne. Jamen det er jo de her, hvis man skal anvende modellerne, både de finansielle og det nærer mig stadig lidt det sidste spørgsmål, men det er jo i bund og grund i forhold til ligesom og, altså hvis vi tager det kvantitative først så er det meget typisk ganske svært at få komfort omkring fremskrivningerne fordi værdiansættelse er jo et forsøg på at estimere usikkerheden i fremtiden. Man prøver at sætte pris på noget i dag som er baseret på noget usikkerhed i fremtiden, og det er i sig selv teoretisk kompliceret fordi man kan være helt sikker på en ting det er at det eneste det aldrig bliver præcis det man har puttet ind i modellerne. Spørgsmålet er jo så hvor meget derfra det ligesom bliver, hvad er usikkerheden ikke og du spørger så om igen undskyld.

K: Altså hvad er de problemstillinger for eksempel du nævner lidt selv sådan modne selskaber og udfaldsrum i.

P: Ja udfaldsrummet vil være mindre typisk for mere modne virksomheder ikke fordi at virksomheden, fremtiden er mere informeret eller forventet, der er bedre data og typisk er informationsgrundlaget for ligesom at kunne sige noget omkring fremtiden væsentlig bedre. Man kan også sige nogle gange for at baserer en vurdering på hvordan fremtiden er har man flere kilder til rådighed. Hvorimod ved de mindre virksomheder der er du ude i noget som lidt bliver meget mere subjektiv og du kan ikke baserer det så meget på en lang række analytikere eller lang række markedsrapporter og en lang række det ene eller det andet altså det er, pludselig så er det jo enormt subjektivt hvordan den enkelte virksomhedsledelse er i stand til at kunne eksekverer, hvilket jo er meget svært at værdiansætte i nuet ligesom. Så det er jo også derfor man arbejder med højere risikopræmier det er jo for at tage højde for det, Men virkeligheden er nok med de risikopræmier at hvad hedder det, og man kan sige summen af alle værdiansættelser, teorien i det er at det hele ligesom skulle sikre at du fik whatever dit afkastkrav nu ligesom var, som du ligesom skulle få over tid, der

var nogle du vandt med og nogle du tabte med, hvis man bare investerede efter teorien, så ville det ligesom give, afhængig af hvad din risiko var, så ville det give det afkast som ligesom var dertilhørende. Og dermed mener jeg at de cases hvor, eller de virksomheder hvor at ledelsen egentlig af en eller anden årsag ikke kan eksekverer på dens forventede planer, så har risikopræmien allerede taget højde for det. Men jeg tror at virkeligheden er at hvis man kigger på de fleste venture fonde og så videre, jamen så er der rigtig mange der har svært ved at skabe afkast og jeg har ikke set nogen seneste analyser på det, men jeg kan huske fra dengang jeg selv læste at det vat tvivlsomt om venture fondene som helhed industri var i stand til ligesom at leve på til deres afkastkrav. Så du har nogle som gør det sindssygt godt og så har du rigtig mange som gør det sindssygt dårligt. Så og hvor ligger sandheden i ligesom og kunne kvantificerer det, jamen med mindre det er en eller anden industri eller en eller anden branche du selv har en meget meget dyb indsigt i så er det jo enorm svært at værdiansætte ude fra og ind for der kan være så mange risikopræmier som man ikke kan overskue i ens værdiansættelse som man ikke kan kvantificere og man derfor ikke kan få ind. Og så har modellerne også nogle begrænsninger i forhold til altså særligt sådan du ved, hvis en virksomhed vokser så tilskriver den, så er modellerne egentlig ret positive i forhold til værdi, hvis virksomhederne ligger flade eller måske falder i perioder, så kan modellerne jo nærmest ikke rigtig arbejde med dem. Så på den måde så bliver det jo fordi vækst virksomheder kører jo sådan her, og så er det måske mere ovre i mere noget real option og en masse forskellige udfaldsrum og sandsynlighederne for om det bliver det ene eller det andet. Så virkeligheden i at lave, fremskrive et budget og have en WACC på en vækst virksomhed, altså også et spørgsmål om hvad vi taler om i forhold til vækst virksomheder, er vi nede i sådan en seed/early stage agtig altså dernede agtig eller er vi mere oppe i sådan kaldes growth equity hvor selskaberne er

K: Ja det er sådan noget growth equity

P: Så der hvor du er begyndt at få måske eller meget tæt på i hvert fald at få positive cash flow og høj vækst i omsætning og så videre ikke. Hvis det er der vi er så vil jeg sige så vil man jo, så vil man godt kunne bruge modellerne ret meget det vil man kunne. Hvorimod hvis du er lidt tidligere end det så begynder det at blive meget svært med så meget andet end eksempelvis sammenlignelige transaktioner eller nogen gange er det jo hvis man ser på sådan nogle hardcore VC's, så er der et stort marked, er der en mulighed for at vi kan tage en stor andel af det marked ergo der er en mulighed for at vi, altså hvis vi kan vinde det her space der må være mulighed for at vi kan tjene meget på det, vi tager en risikospredning og satser på at med det rigtige afkastkrav købt til de rigtige priser og så videre så kommer vi til at vinde på nogle af dem og tabe på en masse andre.

K: Ja de tager sådan en portefølje tankegang

P: Ja det er sådan set sådan det fungerer i praksis ikke fordi du kan ikke sige særligt specifik om den ene case eller den anden case hvis du kommer udefra og ind. Du kan måske bruge et helt liv på at uddanne dig og blive ligeså klog som founder eller som måske har brugt tyve år på at komme dertil. Hvorimod at hvis du har at gøre med en mere growth equity case, hvad kunne vi tage af eksempler, altså nogle gange er det jo bare nogle der disrupter et allerede eksisterende marked, så ved du hvor stort markedsstørrelsen er i dag, de kommer med en anden forretningsmodel som giver dem en højere vækst det vil sige de spiser noget markedsandel. Markedet er sådan set solidt nok, du er ikke bange for at det der marked falder væk, det er jo ret let at veje den på. Hvorimod der hvor du ikke rigtig ved hvad størrelsen på markedet er altså der begynder det at blive lidt svære.

K: Hvordan gør i så altså hvordan håndterer i det i jeres analyser?

P: Nede i den helt early stage

K: Ja hvor der er et større udfaldsrum hvordan kan man damage kontrol det?

P: Jamen det er nok ved sådan en optionstanke og så meget i din strukturering af at lave en transaktion ikke, så der er noget risk sharing, som ligesom siger vi er enige om de her ting sker så er det hundrede værd, men det er for tidligt endnu at sige om det vil ske, så derfor bygger man ind i sådan betalingen at for at få hundrede og man kan også lave det sådan så det kan blive til mere end hundrede afhængig af hvordan performance er og det kan man gøre med nogle forskellige modeller altså i forhold til hvordan man ligesom strukturer dealen ikke

K: Altså for eksempel earn out

P: Earn out kunne være en mulighed ikke, altså mange gange ser man sådan en simpel earn out blive bygget op baseret på sådan nogenlunde kortsigtet, det kan være et år eller to sådan en finansiel performance, løfter du EBITDA herfra og dertil og hvad det nu skulle være eller omsætning eller hvad man nu skulle måle det på. Men man kan jo også godt strukturerer rundt omkring jeres og så sige prøv at hør over en meget længere periode, hvis vi invester i det her og vi ender med at få ti-femten procent afkast, tyve-femogtyve procent afkast eller hvad der er ude i enden der eller når vi exiter det her engang sammen jamen så har det de her implikationer for mig og for dig er de her implikationer hvordan vi deler den her kage den dag. Så man laver sådan nogle hurdle rates ligesom i forhold til at sige hvordan værdien distribuereres. Så det findes der en masse modeller for hvordan man ligesom kan håndterer, fordi at fremtiden er meget usikkert og de der scenarier ikke. Men du vil nok også opleve altså virkeligheden hvis du tager sådan noget, jeg skulle til at sige løvens hule agtig, så er der mange der snakker om i øjeblikket fordi det er kommet på dansk tv, det er jo bare sjovt at der sidder nogle mennesker og evaluerer andre folks forretningsplaner men det er jo et eller andet at sige de satser vel på at skal have flere hundrede procent i afkast på de investeringer de laver fordi de skal betale for de andre ikke. Hvad er det for nogle WACC's du kan sætte op og lave, altså det bliver nogle

meget høje afkastkrav som fungerer rigtig dårligt i de der modeller som vi sidder og taler om, de kvantitative modeller ikke. Så der kan du ikke rigtig bruge den der måde at regne på der er ikke nogen værdi altså vi diskonterer den jo så højt så, og der er små cash flows i fremtiden du ved og hvad skal du lave i din terminal det kan du ikke rigtig vel så. Så der kan modellerne ikke finde anvendelse det kan de ikke, de kan ikke håndterer de ting der.

K: Det er mere sådan nogle upside modeller til dels

P: Jo altså du ved det er lidt det der, jo du kan godt kalde det upside hvis det du mener det er at dem vi taber på de må så betale for nogle andre bliver rigtig rigtig gode og det gør så at vi sætter en meget lav pris på virksomheden i dag.

K: Jeg tænker også mere sådan en DCF model den er jo bedre til at håndter positive ting positive cash flow

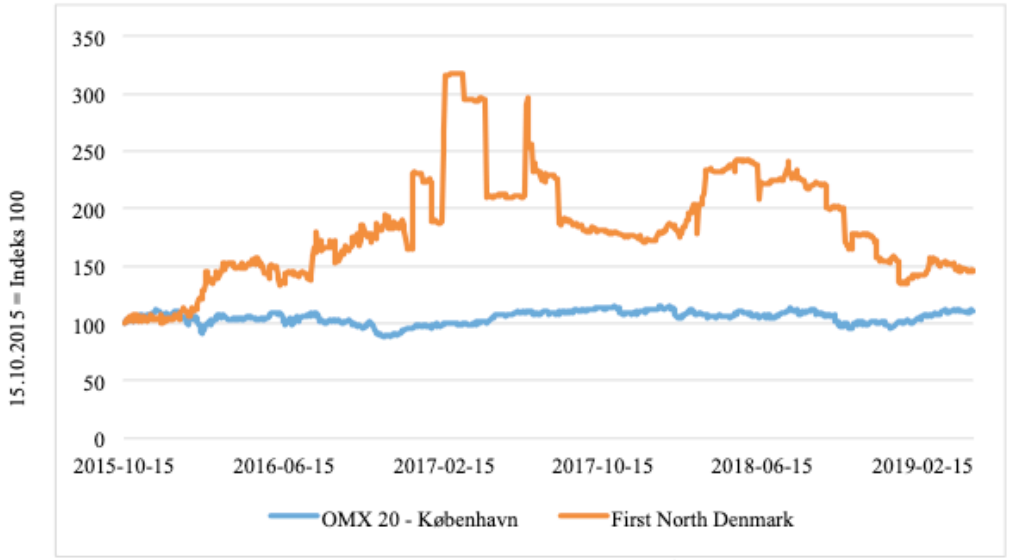
P: Ja den kan ikke håndterer det andet rigtigt.

Bilag 16 – Sammenlignelig mellem akademiske papirer:

Artikler	Mörch & Wassermann	Rathore & Kaasgaard	Iman, Barker & Clubb	Bancel & Mittoo	Petersen, Plenborg & Schøler	Vores egen
Analytiske faktorer	x	x	x			
Selskabets ledelse	x	x				x
Know how	x	x				x
Forretningsplanen	x	x				x
Markedets udvikling	x	x				
Virksomhedens budgetter						x
Brancherapporter						x
Dialog med ledelsen						x
Ledelsen track-record						x
Adgangsbarrierer	x	x				
Know why (Viden om fremtiden)	x					
Driftslikviditet	x	x				
Omsætningsvækst	x	x				
Ideens nyhedsværdi	x					
Sammenlignelig virksomheder						x
First-to-market	x	x				
Ejerskabsstruktur	x	x				
Personlig branchekendskab						x
Personlig "Gut feeling"						x
Investeringsaktivitet (R&D)	x	x				
Kapitalomkostninger	x	x				
Historiske regnskabsresultater	x	x				x
Strategiske modeller	x					
SWOT	x	x				x
Porters Five Forces	x	x				x
Value chain analysis	x	x				x
Ressourcebase modellen	x					
PEST(EL)						x
Porter's Diamond						x
Livscyklusmodellen						x
Anstoff's vækstmatrice						x
Balanced scorecard	x					
BCG Matrix	x	x				x
Kapitalværdibaserede modeller	x	x	x		x	
DCF-modellen	x	x	x	x	x	x
DDM			x	x	x	
APV					x	
LBO					x	
EVA-modellen	x	x	x		x	x
Realoptionsmodellen	x	x				x
Multipler	x	x	x	x		x
EV/EBIT	x	x		x		x
EV/EBITDA	x	x	x	x		x
EV/SALES	x	x	x	x		x
EV/BOOK			x			
P/E	x	x	x	x		x
PEG	x		x			
Dividend Yield			x			
The net worth approach				x		
Price to book value			x	x		
K/IV	x	x				x

Alternative multipler	x					
Pris pr. Ansat	x	x				
Unikke seere	x	x				
Pris pr. kunde	x					
Antal sidevisninger	x	x				
Regnskabstal						
Omsætning			x			x
Omkostninger						x
Arbejdskapitalen						x
Afskrivninger						x
Vækst i terminalperioden						x
Anlægsinvestering						x
Net income			x			
Book value			x			
Operating earnings			x			
Operating cash flow			x			
Free cash flow			x			x
Underliggende faktor						
Firm leverage				x		
Cost of debt				x	x	
Debt maturity				x		
risk free rate				x		
Return (Estimate Beta)				x	x	
MRP				x		
Terminal værdien				x	x	
Budget periode					x	
Cost of equity				x	x	
Likviditetsrabat					x	
Kontrolpræmien					x	
Forecast af budget						x
WACC						x
Informationskilder						
Historiske regnskaber						x
Benchmark virksomheder						x
Strategiske analyser						x

Bilag 17 – Kursudviklingen på First North:



	Daglig std.afv.	Årlig std.afv
First North Denmark	3%	51%
OMX 20 - København	1%	16%

Bilag 18 - Respondenterskarakteristika

Finansielle rådgivere
Denne type respondent foretager ikke investeringer, men har en rolle som rådgivere, hvor de i forbindelse med et salg af et vækstselskab udarbejder en værdisætning af selskabet. Respondentgruppen kan også have til opgave at bistå selskaberne i forbindelse med kapitalrejsning, personer eller fonde i forbindelse med kapitalplacering. I respondentgruppen, som beskæftiger sig med rådgivning, vil antallet af transaktioner, hvor de er indblandet i også være større sammenlignet med de to andre respondentgrupper.

I rollen som rådgiver skal respondentgruppen kunne dokumentere estimatet på det værdiansatte selskab over for kunden, hvorimod de to andre respondentgrupper skal dokumentere selskabets værdi over for en investeringskomite. Generelt er finansielle rådgivere kendetegnede ved at være en del af en større organisation. Størstedelen af de finansielle rådgiver, som har deltaget i vores undersøgelse er internationale og har mange kontorer rundt omkring i verden. Dette internationale perspektiv giver de finansielle rådgivere mulighed for at trække på interne ressourcer globalt i form af brancheeksperter fra forskellige brancher. Der kan ikke identificeres en afgrænset branchefokus, da finansielle rådgivere typisk rådgiver inden for alle brancher.

Venture kapitalfonde
Denne type respondent er den gruppe blandt de tre respondentgrupper, som investerer tidligst i vækstselskaber – set ud fra selskabets livcyklus. Venture kapitalfonde investerer mindre beløb i selskaberne, hvorved venture kapitalfonden får en status som minoritetsaktionær (marketbusinessnews, 2019). Karakteristisk for denne type respondent er, at de indtræder i den fase i selskabets livcyklus, hvor selskabet begynder at vækste, hvorfor der ligges større fokus på toplinjen frem for bundlinjen. Endvidere er det også fælles for venture kapitalisterne, at de ofte vurderer vækstselskaberne på et meget tidligt stadie, hvor informationsgrundlaget typisk er meget begrænset. En investeringshorisont for en venture kapitalfond er typisk mellemlangt (marketbusinessnews, 2019).

Private equity
Denne type af respondenter investerer senere i selskabets livcyklus, end venture kapitalfondene gør. Respondenterne (growth equity) i vores undersøgelse investerer typisk i vækstselskaber og er dermed tidligere ude i deres investeringer frem for mere traditionelle private equity (workhorsegrowth, 2019). Disse typer af private equity fonde har en investeringsperiode på 3-7 år, hvor de forventer en IRR på omkring 30-45 procent og med en target multiple of capital invested på 3-7x. (workhorsegrowth, 2019). Vores respondenter har en aktiv tilgang til deres ejerskab i vækstselskaberne, hvor de igennem omsætningsvækst, rentabilitet og strategisk tiltag forsøger at materialisere den ”growth asset” del (Damodaran, 2010), som selskaberne har, og derved skaber et afkast til deres institutionelle investor (workhorsegrowth, 2019). Deres ejerskab i porteføljeselskaberne er typisk, at de har en majoritet i

selskaberne, dog kan der forekomme tilfælde, hvor de ejer mindre end 50% (workhorsegrowth, 2019). Ofte investerer respondentgruppen i forskellige brancher, hvorfor det bliver sværere for den enkelte aktør at opnå en dyb indsigt i de relevante brancher. Derfor er der større fokus i de enkelte private equity fonde på at have branchekendskab i organisationen eller have mulighed for at trække på et netværk, når det kommer til analyse af en specifik branche (workhorsegrowth, 2019).

Our Master thesis deals with the valuation of growth companies. The thesis is motivated by our great desire to come up with new knowledge that can help to reduce the uncertainty in the valuation of growth companies.

This is done on the basis of a theoretical and empirical study, in which subsequently a best-practice framework will be designed. The study is based on 28 interviews with the associated questionnaire, which is generated based on venture capital companies, private equity companies and financial advisors.