

VERDISKAPINGSANALYSE FOR DE AKTIVE EIERSKAPSFONDENE I NORGE

Såkorn, Venture og Buyout



Sammendrag

I denne analysen studerer vi utvikling i verdiskaping og sysselsetting til norske bedrifter som eies av aktive eierfond. Datasettet som ligger til grunn for analysen kombinerer aktive eierfonds porteføljedata for norske foretak med registerdata fra Menons historiske regnskapsdatabase. Analysen kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

- **Verdiskaping.** Dagens norske porteføljebedrifter hadde en samlet verdiskaping på 64 milliarder kroner i 2019. Dette utgjør 2,4 prosent av fastlands-BNP. Verdiskapingen til porteføljebedriftene har vokst markant de siste tre årene anført av noen enkeltbedrifter som har opplevd sterk vekst internasjonalt.
- **Sysselsetting.** De norske bedriftene med aktive eierfond på eiersiden sysselsetter om lag 77 000 personer. Tallet omfatter hovedsakelig sysselsetting i Norge, men fanger også opp sysselsetting gjennom datterselskap i andre land.
- **Sektorfokus:** IKT, detaljhandel og petroleum er de dominerende sektorene for aktive eierfonds investeringer i Norge. Petroleum utgjorde den dominerende næringen i porteføljen ti år tilbake i tid, men er i dag forbipløst IKT. IKT-porteføljen har opplevd sterk vekst, med mer enn tredoblet verdiskaping siden 2009. Sektorfokuset til forvalterne er i endring som følge av Covid-19. Mange forvaltere angir at de vil fokusere mer på investeringer i helse og life science, IKT og teknologiindustri framover, mens andre vurderer at det har blitt mindre attraktivt å investere innen kultur og reiseliv, petroleum og varehandel.
- **Vekst.** Utviklingen til bedriftene i perioden før og etter at de fikk aktive eierfond på eiersiden viser at veksttakten til porteføljeselskap fortsetter, og til dels øker, i årene etter at det aktive eierfondet har investert. Resultatet er et tydelig tegn på at aktive eierfond bidrar til å videreutvikle porteføljebedriftene gjennom tilførsel av kapital og kompetanse.
- **Tilgjengelig kapital til investering.** NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere av aktiv risikokapital har anslagsvis 53 milliarder kroner i tilgjengelig kapital for nye investeringer. Oppkjøpsfondene sitter på 41 milliarder av disse og tidligfasefondene har 12 milliarder i tilgjengelig kapital. I de siste årene har 50-65 prosent av kapitalen norske forvaltere henter inn blitt investert i norske bedrifter. Dette tilsier at om lag 25-35 kapitalen trolig vil investeres i Norge.

Kort om undersøkelsen

Publisert i januar 2021. Kartlegger aktiviteten til norske bedriftene som eies av aktive eierfond i form av verdiskaping og sysselsetting. Studien inkluderer selskap som var i porteføljen ved utgangen av 2019.

Oversikt over porteføljeselskaper er hentet fra Norsk Venturekapitalforenings (NVCA) database

Registerdata fra Menons regnskapsdatabase er brukt i analyser av verdiskaping og sysselsetting

Tilgjengelig kapital for investeringer er estimert med utgangspunkt i en spørreundersøkelse rettet mot NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere av aktiv risikokapital. Spørreundersøkelsen ble sendt ut til 58 forvaltere og mottok 26 svar, som gir en responsrate på 45 prosent.

Om verdiskapingsbegrepet:

Bedrifter som utbetaler lønn til de ansatte, skatt til staten og overskudd til eierne genererer merverdi for samfunnet. Denne merverdien som skapes i bedriftene fanges opp av verdiskapingsmålet beregnet ved summen av driftsresultat før avskrivning og nedskrivning (EBITDA) og lønnskostnader. Med dette målet kan man måle porteføljebedriftenes samfunnsmessige avkastning, eksempelvis i form av andel av bruttonasjonalprodukt.

Innhold

- Kort om aktive eierfond.....
- Del 1: Aktive eierfonds verdiskaping i norsk næringsliv.....
 - Sysselsetting.....
 - Verdiskaping.....
 - Utvikling fordelt på næring
- Del 2: Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond..
- Del 3: Tilgjengelig kapital for nye investeringer.....
- Del 4: Sammenligning mot tidligere års analyser

Kort om aktive eierfond

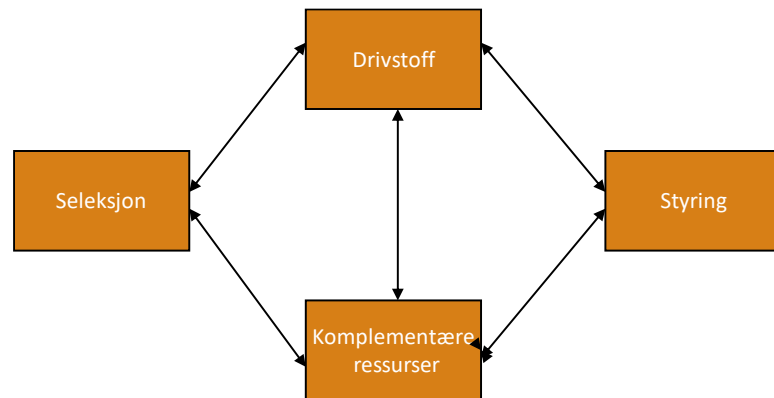
Hva er aktive eierfond? De aktive eierfondene karakteriseres ved at eierne deltar aktivt i utviklingen av bedriftene gjennom løpende strategisk utvikling i tett samarbeid med ledelsen. Aktive eierfond er den norske oversettelsen for private equity. De aktive eierfondene er spesialisert på ulike faser av bedriftens livssyklus og er normalt på eiersiden i selskapet over en lengre, men avgrenset, tidsperiode.

Splitt mellom tidligfase og buyout. I denne undersøkelsen deler vi de aktive eierfondene i to hovedgrupper: Tidligfasefond og buyoutfond. Tidligfasefond spenner fra investeringer i oppstartsselskaper, som ikke består av stort annet enn en gründerns idé om et nyvinnende produkt, til små og mellomstore bedrifter som allerede har etablert seg i et marked, men hvor det er potensial for videre ekspansjon. Buyout-fond er spesialisert på mer modne bedrifter hvor utfordringen ligger i å revitalisere selskapet gjennom restrukturering, men også ekspansjon.

Fire verdiøkende eierroller. Aktive eierfonds bidrag til økonomisk utvikling og vekst kan knyttes opp til fire ulike roller:

- **Seleksjon.** Aktive eierfonds bidrag til økonomisk utvikling gjennom å velge å tilføre kapital til de selskapene med størst potensial.
- **Drivstoff.** Fondene bidrar til selskapenes utvikling både ved å tilføre porteføljeselskapene kapital over tid.
- **Komplementære ressurser.** Eierfondet bidrar også med andre ressurser og kompetanser – det være gjennom industrierfaring eller nettverk – som selskapet selv ikke besitter fra før. Kompetansen formidles gjennom aktiv deltagelse i styrearbeid og annen kontakt med selskapets ledelse.
- **Styring.** Forvalter har en viktig styringsrolle gjennom å sette tydelige mål og etablere gode rutiner og ordninger med ledelsen slik at eierskap, ledelse og de ansatte trekker i samme retning.

Figur 1: Eierens fire verdiøkende roller

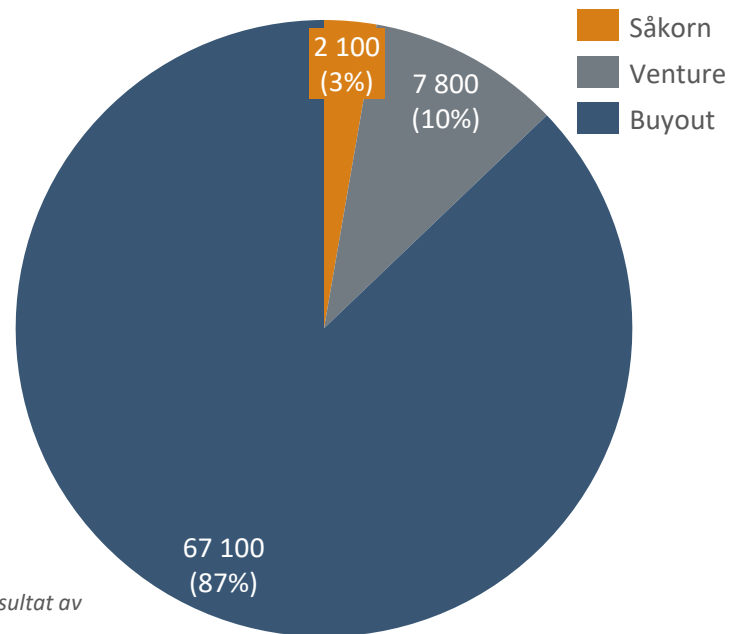


69 000 sysselsatte i norske porteføljebedrifter

Dagens porteføljebedrifter til de aktive eierfondene sysselsetter anslagsvis 77 000 personer.⁴ De fleste sysselsatte finner man innenfor buyout-segmentet, fordi dette segmentet består av store etablerte bedrifter. Venture og såkorn er tidligfasebedrifter som fokuserer på teknologiutvikling og de første stegene i kommersialiseringsprosessen, og sysselsettingen er derfor naturlig betydelig lavere i disse segmentene. Figuren til høyre viser fordelingen mellom de ulike fasene.

De ansatte er fordelt på totalt 453 selskaper. Det er flest selskaper i buyout-segmentet, med 175 selskaper. I venture-segmentet finner vi 146 og innen såkorn 132 selskaper. Siden 2016 har det vært kraftig vekst i antall såkorninvesteringer, primært gjennom de offentlig forvaltede såkornfondene. I tillegg har det også vært en klar vekst i antall porteføljeselskaper innen buyout-segmentet, som nå teller flere enn innen venture.

Figur 2: Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på fase i 2019. Kilde: Menon

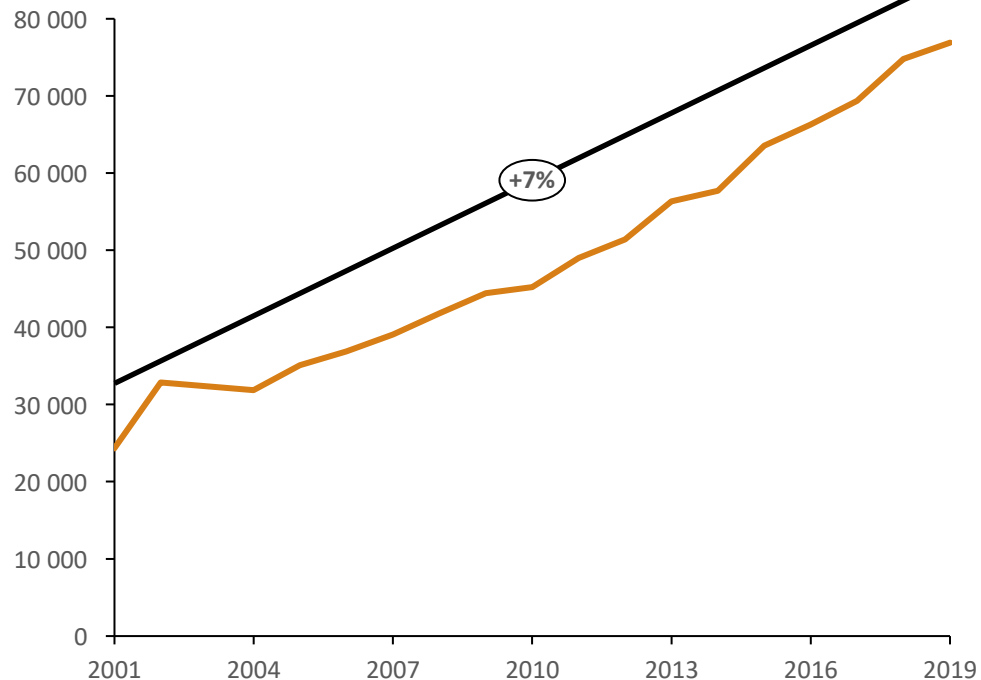


⁴ Regnskapstall er oppgitt på konsolidert nivå i tilfeller hvor konsernet har hovedkontor i Norge. Et resultat av dette er at vi inkluderer noe utenlandsk aktivitet.

Sysselsettingsvekst

Det har vært en jevn solid vekst i sysselsetting blant dagens porteføljebedrifter over de siste 20 årene. Ved inngangen til årtusenskiftet var i underkant av 25 000 sysselsatt i porteføljen - hvilket har økt til 77 000 ved utgangen av 2019. Altså mer enn en tredobling av arbeidsplasser over de siste to tiårene. Dette tilsvarer en sysselsettingsvekst på 7 prosent i hvert år gjennom perioden. Bare de siste ti årene er det mer enn 30 000 flere arbeidsplasser i porteføljebedriftene. Dette illustrerer hvordan man har lykkes med å ekspandere virksomhetene og skape arbeidsplasser i bedrifter eid av aktive eierfond. Det siste året har sysselsettingsveksten vært høy, delvis drevet av vekst innen IKT of life science.

Figur 3: Ansatte i norske porteføljebedrifter 2001-2019. Kilde: Menon



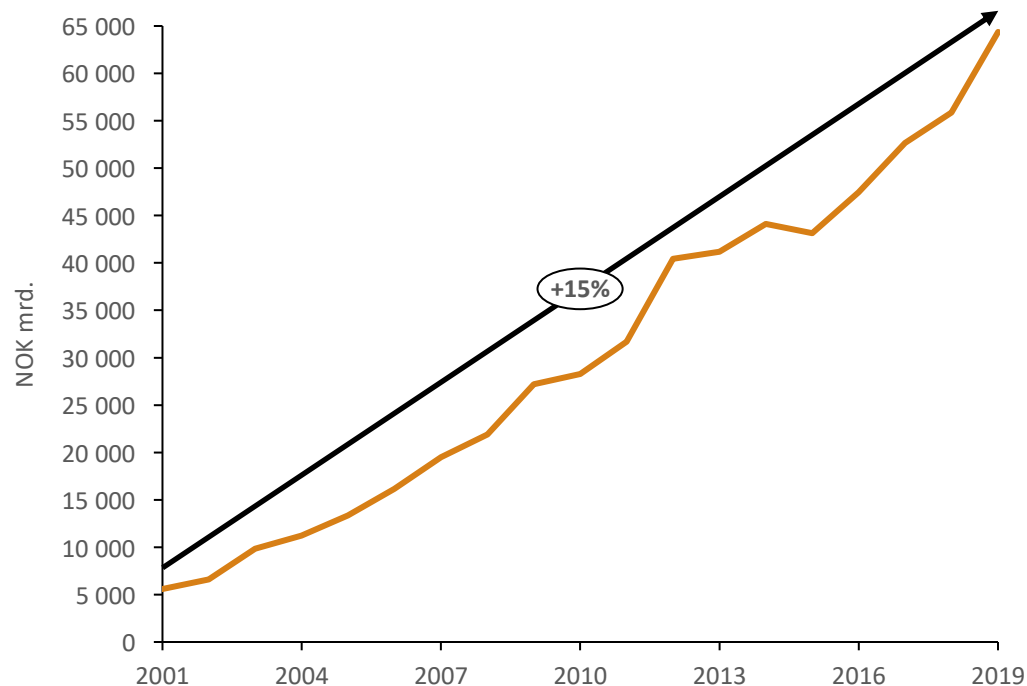
64 milliarder kroner i verdiskaping

Den samlede verdiskapingen fra selskap i porteføljene til norske aktive eierfond var 64 milliarder kroner i 2019. Gjennomgående har veksen i verdiskaping vært høyere enn sysselsetting, hvilket tyder på en god produktivitetsutvikling. Figuren viser tydelig at verdiskapingsveksten flatet ut i perioden mellom 2012 og 2015. Hovedårsaken til mangelen på vekst var en svakere utvikling i lønnsomheten til noen større offshore-leverandører. Dette er også driveren bak fallet i verdiskaping i 2015. Etter 2015 har utviklingen i verdiskaping igjen vært solid og økt med 50 prosent siden 2015. Det siste året er verdiskapingsveksten i stor grad drevet av den gode utviklingen innen IKT, petroleum og industrivarer og -tjenester. Sett under ett har porteføljeselskapene hatt en formidabel verdiskapingsvekst på i snitt 15 prosent per år siden 2001. I dag tilsvarer verdiskapingen i de norske porteføljebedriftene 2,4 prosent av verdiskapingen i norsk fastlandsnæringsliv.²

² Beregnet ut fra Bruttoprodukt Fastlands-Norge i 2019, basisverdi (SSB).

Figur 4: Verdiskaping i norske porteføljebedrifter 2001-2019, løpende priser.

Kilde: Menon



Utvikling i verdiskaping fordelt på næring

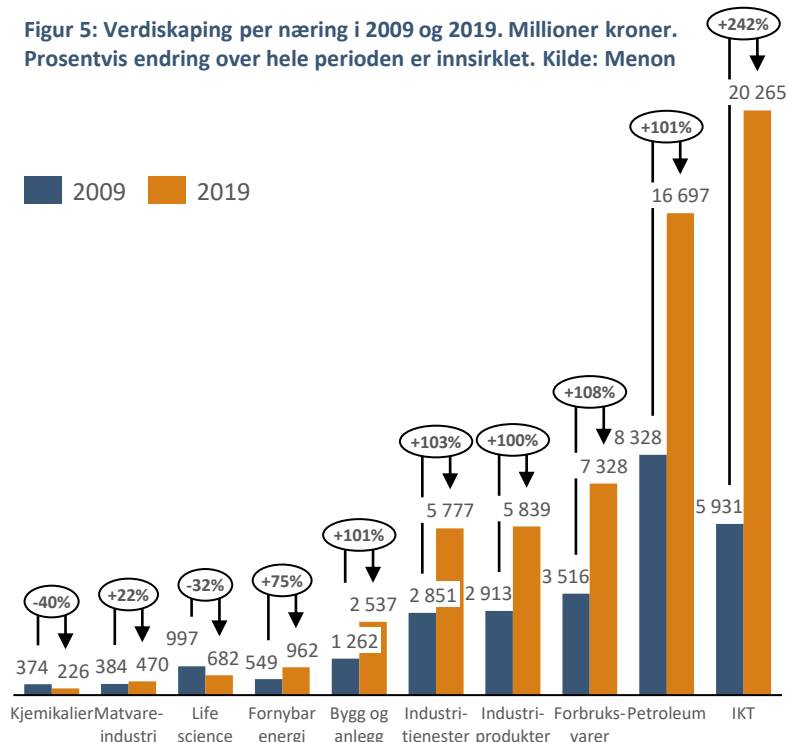
IKT, petroleum og detaljhandel med forbruksvarer dominerer de aktive eierfondenes porteføljer i Norge. Figuren viser verdiskaping per næring i henholdvis 2009 og 2019, samt prosentvis endring for næringene i perioden.

Næringen som peker seg ut som vekstlokomotivet er IKT, med mer 200 prosent vekst i porteføljen siden 2009. IKT-næringen er en stor bidragsyter til verdiskaping hos aktive eierfonds porteføljeselskaper og med noen enkeltelskaper som har opplevd enorm vekst.

Porteføljebedriftene innen petroleum har også hatt en sterk verdiskapingsutvikling siden 2009, men er forbigassert av IKT målt i verdiskaping. Forbruksvarer, industriprodukter og -tjenester og bygg og anlegg har alle vokst om lag 100 prosent over tidsperioden, i tillegg har fornybar energi opplevd 75 prosent vekst. Det er også flere selskaper som tradisjonelt har operert innen petroleumsnæringen som gradvis dreier seg mot fornybar energi, slik at veksten her undervurderes noe.

Variasjonen i utvikling viser at det er betydelig risiko knyttet til investeringene som gjøres. Videre er det viktig å påpeke at negativ utvikling i verdiskaping ikke er ensbetydende med dårlig lønnsomhetsutvikling. Eksempelvis tar ikke denne framstillingen høyde for når det aktive eierfondet kom inn på eiersiden, eller dersom deler av selskapet er blitt solgt. Dette vil da slå ut i redusert verdiskaping fordi virksomheten til selskapet er mindre.

Figur 5: Verdiskaping per næring i 2009 og 2019. Millioner kroner. Prosentvis endring over hele perioden er innsirklet. Kilde: Menon

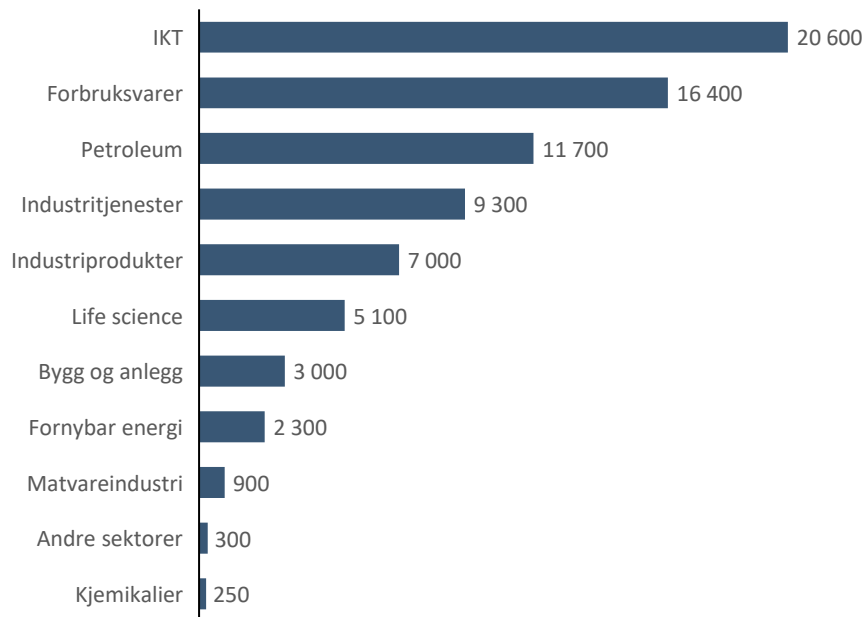


Antall sysselsatte fordelt på næring

I sysselsettingsstatistikken dominerer IKT og forbruksvarer. IKT og forbruksvarer stod for til sammen nesten 50 prosent av den samlede sysselsettingen blant de norske porteføljeselskapene. Høy sysselsetting finner vi også innen petroleum og industritjenester og –produkter. Til tross for nesten like høy sysselsetting innen petroleum og industri, er verdiskapingen mer enn dobbelt så høy innen petroleum. Etter petroleum er det IKT-bedrifter som har høyest verdiskaping per ansatt. Dette gjenspeiler relativt høy verdiskaping i fremvoksende IKT-bedrifter.

De siste ti årene har sysselsettingen i porteføljeselskap i petroleum vært tilnærmet uendret, til tross for betydelig økning i samlet sysselsetting. Videre sysselsetter porteføljebedrifter innen life science i overkant av 5 100, til tross for et beskjedent bidrag til verdiskaping. Den lave verdiskapingen sett opp mot sysselsetting innen life science gjenspeiler de store investeringene, usikkerheten og de lange utviklingsløpene tilknyttet pharma, samt høy sysselsetting innen helsetjenester.

Figur 6 Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på næring i 2019. Kilde: Menon

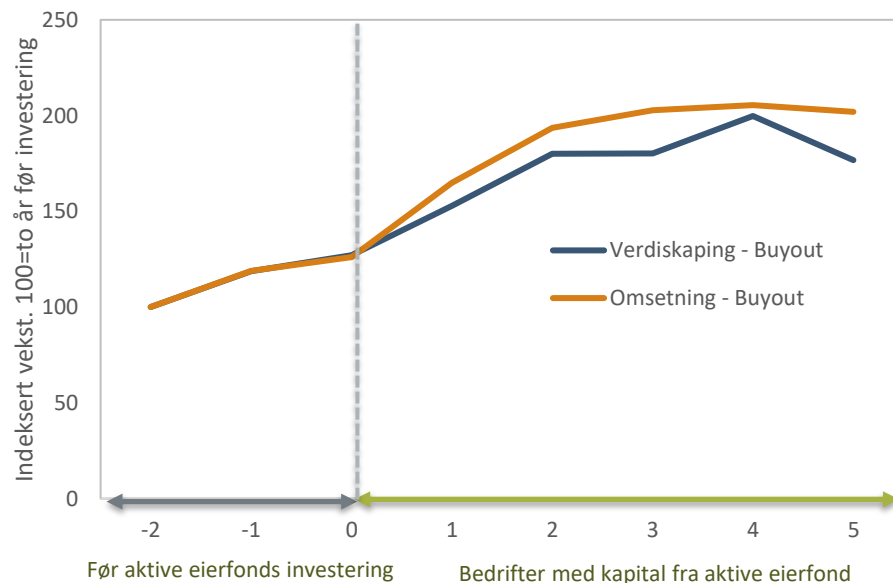


Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond - buyout

Figuren til høyre viser utvikling i verdiskaping og omsetning for buyoutselskap, før og etter et aktivt eierfond investerte i selskapet. Investeringsåret er år null. Vi tar utgangspunkt i bedriftene to år før det aktive eierfondet investerer i selskapet. Denne verdien er satt til 100 for deretter å se på årlig vekst fra dette utgangsåret.

I de to første årene etter oppkjøpet ser vi tendenser til et taktskifte i både omsetning- og verdiskapingsvekst. Dette tyder på at fondene bidrar til både topp- og bunnlinjevækst i perioden etter at de kommer inn på eiersiden. Det er interessant å se at porteføljeselskapene også er i vekst før oppkjøpet, dette viser at de aktive eierfondene fokuserer på selskap i vekst. Figuren viser at veksten flater ut i år 3, og stabiliserer seg på det nivået påfølgende år. Dette kan indikere at porteføljeselskapet har modnet i løpet av eierskapsperioden og at mye av det kortsiktige vekstpotensialet er tas ut i løpet av de første par årene av eierskapsperioden.

Figur 7: Veksttakt før og etter aktive eierfond har investert i selskapet i buyout (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon

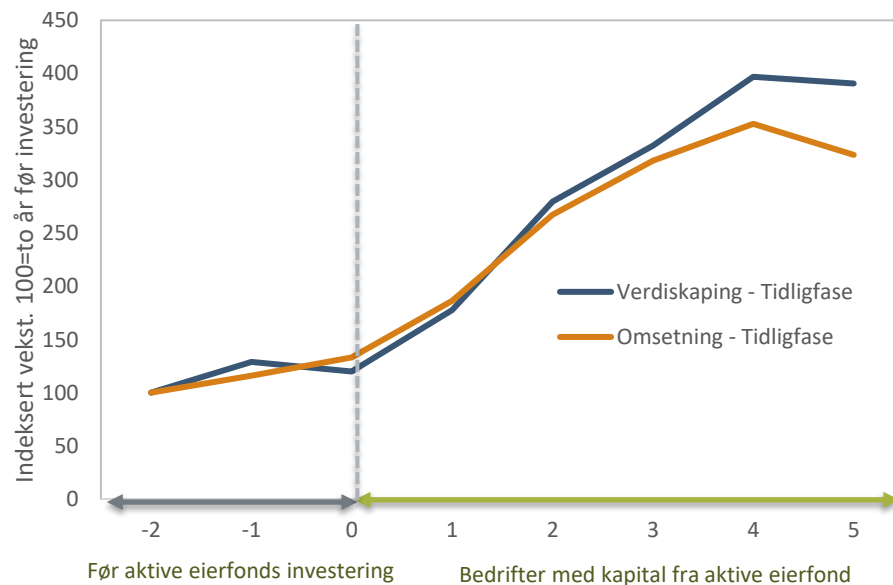


Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond - venture og såkorn

Figuren til høyre viser utvikling i verdiskaping og omsetning for tidligfaseselskap, fra to år før til fem år etter at de aktive eierfondene investerte i selskapet. Investeringsåret er år null. Det er naturlig at tidligfasebedriftene har en kraftigere vekst enn buyout-segmentet, da dette dreier seg om mindre foretak hvor det investeres kapital for å få de til å vokse.

Av figuren ser man tydelig at bedriftene skifter veksttaket de hadde før det aktive eierfondet eierfondet investerte. At veksttaket skaleres er en tydelig indikasjon på at kapitelen og komptansen fra fondene har en positiv virkning, da det ikke er uvanlig at tidligfaseselskaper stagnerer i det de skal forsøke å skalere kommersialiseringen. At verdiskapingsutviklingen er noe sterkere enn omsetningsutviklingen indikerer at fondene også er oppatt av bunnlinjen til selskapene.

Figur 8: Veksttakt før og etter det aktive eierfondet har investert i selskapet innenfor tidligfase-segmentet (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon



53 milliarder kroner tilgjengelig for nye investeringer

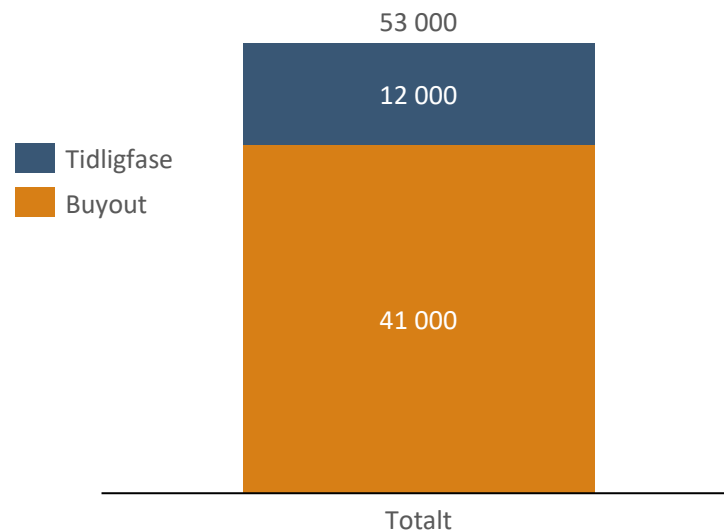
NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere anslås å ha 53 milliarder kroner tilgjengelig til nye investeringer de neste årene. Fordelingen er 12 mrd. kr hos tidligfasefond og 41 mrd. hos oppkjøpsfond.

Utgangspunktet for estimatet er spørreundersøkelsen rettet mot NVCAs medlemmer og andre tidligfaseforvaltere i august 2020. For forvaltere som ikke har svart på spørreundersøkelsen har vi brukt alternative kilder, herunder fjorårets spørreundersøkelse, innrapportert aktivitetsdata i forbindelse med aktivitetsanalyser og offentlig tilgjengelig informasjon.

Estimatet omfatter tilgjengelig kapital for norske forvaltere og NVCAs medlemmer. Noen aktører har hovedkontor utenfor Norge, men har Norge som et viktig marked. Det er altså ikke slik at all kapitalen vil investeres i Norge, men majoriteten vil historisk sett det. Basert på aktivitetsundersøkelser for det norske næringslivet investerte de norske fondene 50-65 prosent av sin kapital i Norge i perioden 2015-2019. Dette tilsier at om lag 25-30 milliarder av den tilgjengelige kapitalen vil investeres i norske virksomheter de neste årene.

Brorparten av midlene er konsentrert hos en håndfull aktører. Kapitalen til buyoutfondene forventes investert i løpet av de neste tre-fire årene, mens venture-fondene ofte har en noe lengre investeringsfase. Buyoutmiljøene som har oppgitt tilgjengelig kapital har i snitt 3,4 milliarder tilgjengelig, mens ventureforvalterne i snitt har 450 millioner tilgjengelig.

Figur 9: Tilgjengelig kapital for nye investeringer. Millioner kroner.
Kilde: NVCA og Menon



⁶ I fjorårets verdiskapingsanalyse la vi kun til grunn svarene i spørreundersøkelsen for tilgjengelig kapital. Dengang ble det ikke estimert tall for forvaltere som ikke svarte på undersøkelsen. Følgelig er ikke tallene presentert her direkte sammenlignbare med fjorårets tall.

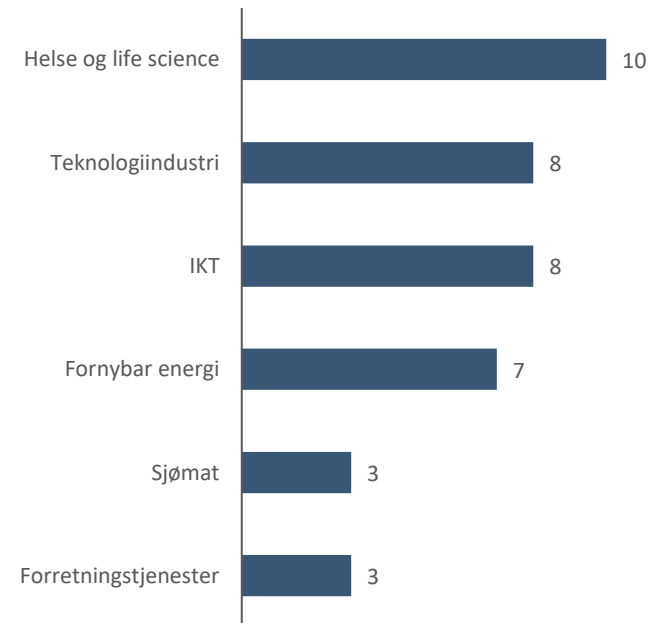
Sektorfokus i endring som følge av Covid-19

Høsten 2020 ble det gjennomført spørreundersøkelse rettet mot NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere av risikokapital knyttet til Covid-19 og utvikling i den globale markedssituasjonen.

Nesten 40 prosent av forvalterne angir at de vil investere *mindre* i kultur og reiseliv og over 30 prosent svarer at de vil investere mindre i petroleumssektoren. Begge sektorer som har blitt hardt rammet av reiserestriksjoner knyttet til smitteverntiltak. Varehandelen er også en sektor som fremstår som mindre attraktiv å investere i ifølge forvalterne. Til tross for at vi vet at disse sektorene er negativt berørt av Covid-19 er det interessant å se dreiningen fra forvalternes perspektiv fordi det også innebærer en forventning om permanente endringer da fondenes investeringsperspektiv trekker seg lenger fram i tid.

Svarene på spørsmål om hvilke sektorer forvalterne vil investere *mer* i er vist i figuren til høyre. Blant forvalterne er det hele 10 av 26 som svarer at de vil investere mer i helse og life science. Dette er en sektor som allerede tiltrekker seg mye kapital, men som har økt ytterligere som følge av Covid-19-situasjonen. Særlig bevisstheten rundt beredskap i helsesektoren, herunder helsetjenester og bioteknologi, har økt betraktelig som følge av samfunnssituasjonen. Dette gjenspeiles i sektorens attraktivitet hos forvalterne, og da spesielt hos tidligfaseforvalterne. Også teknologiindustri, IKT og fornybar energi er sektorer forvalterne vil investere mer i som følge av Covid-19. Om lag en tredjedel av respondentene trekker frem at disse næringene har økt i attraktivitet. IKT-næringens tjenester er blitt viktigere for både næringsliv og privatpersoner. Mindre fysisk tilstedeværelse til fordel for digital samhandling og kommunikasjon har satt større krav til verktøyene man bruker.

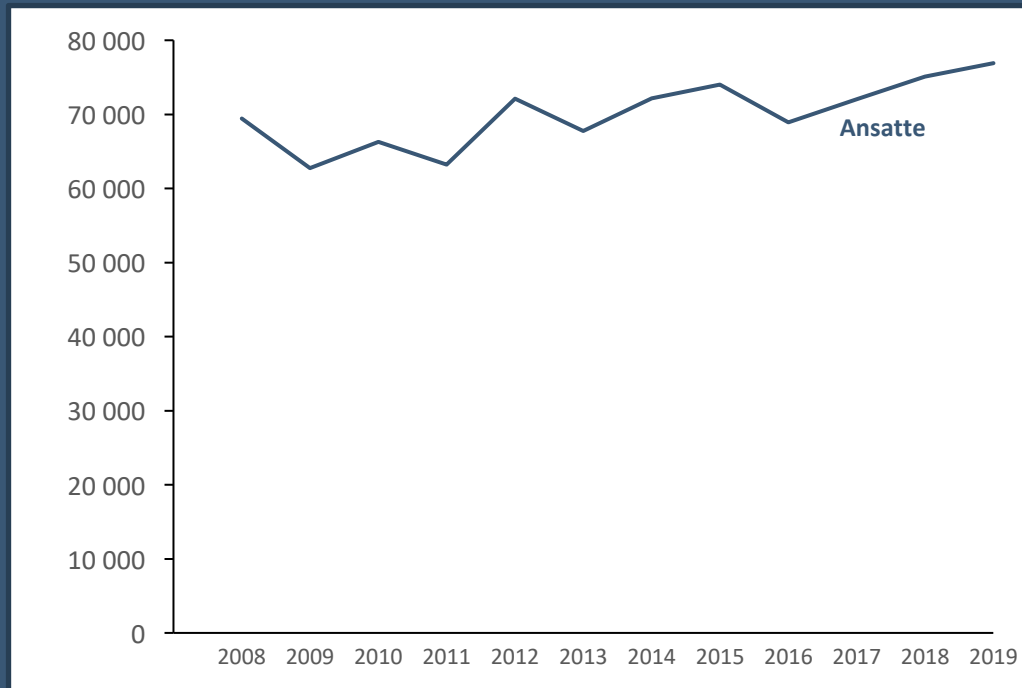
Figur 10: Er det noen sektorer dere vil investere mer i som følge av Covid-19 og den globale markedssituasjonen?
[Flere svaralternativer mulig] (N=26)



Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser⁶

Aktive eierfond har tidsbegrenset levetid og tar normalt eierskap i bedrifter for en tidsavgrenset periode på 5-15 år. Dette gjør at størrelsen på porteføljen som eies av aktive eierfond vil variere over tid. I perioder hvor man har gjennomført mange investeringer vil porteføljen vokse kraftig, og i perioder hvor man gjør mange salg vil den reduseres. I denne undersøkelsen tar vi høyde for denne kilden til variasjon ved å følge de samme porteføljebedriftene over tid.

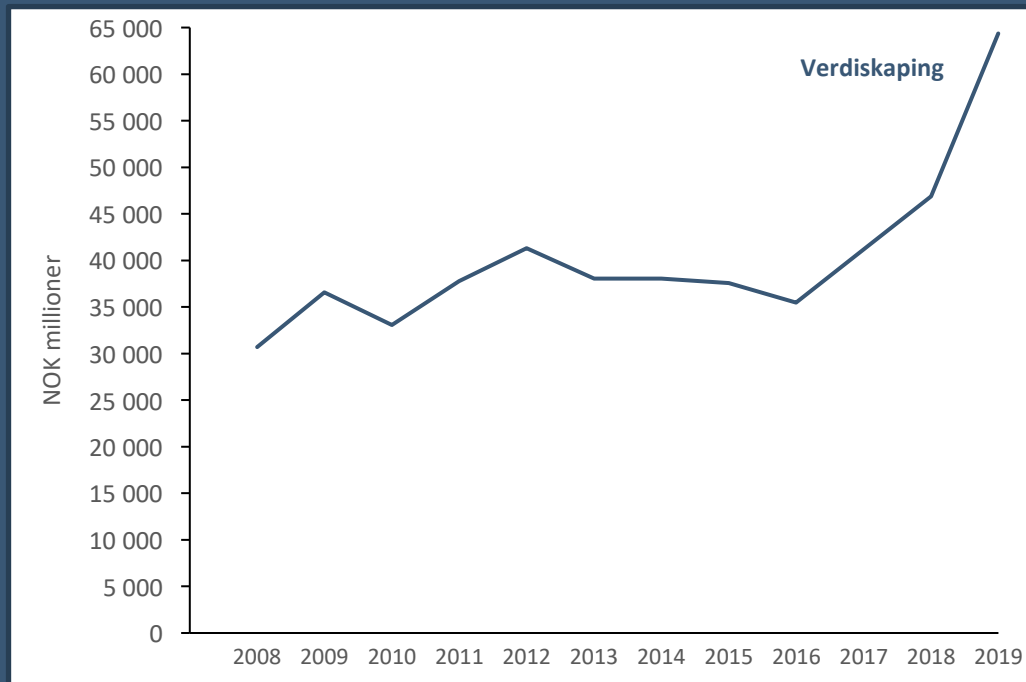
I figuren til høyre har vi derimot sett på hele porteføljene fra tidligere år opp mot dagens portefølje, målt i antall ansatte og verdiskaping. Antall ansatte i porteføljebedriftene var 69 000 i 2008 og har vært forholdsvis stabil alle år, men har vokst de siste tre årene. Antall sysselsatte var 69 000 i 2016, men gjennom kjøp av porteføljeselskap og sysselsettingsvekst har antall ansatte økt til 77 000 i 2019.



⁷ I 2017 ble det ikke gjennomført verdiskapingsanalyse. Nivået for 2017 er derfor snittet av 2016 og 2018.

Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser⁷

Utviklingen i verdiskapingen i porteføljen til de aktive eierfondene vokste relativt jevnt fra 2008 frem til 2012, og deretter et svakt fall hvert av de påfølgende fire årene. Verdiskapingen i 2019-porteføljen er mer enn dobbelt så høy som i 2008. Dette skyldes stor vekst i porteføljen den siste treårsperioden, og særlig i 2019. Noe av veksten skyldes imidlertid prisstigningen i perioden. Etter flere år med fall før 2016, grunnet lavere aktivitet i offshore leverandørindustri, har verdiskapingen nå økt betraktelig fra 35 milliarder i 2016 til 64 i 2019.



⁷ I 2017 ble det ikke gjennomført verdiskapingsanalyse. Nivået for 2017 er derfor snittet av 2016 og 2018.