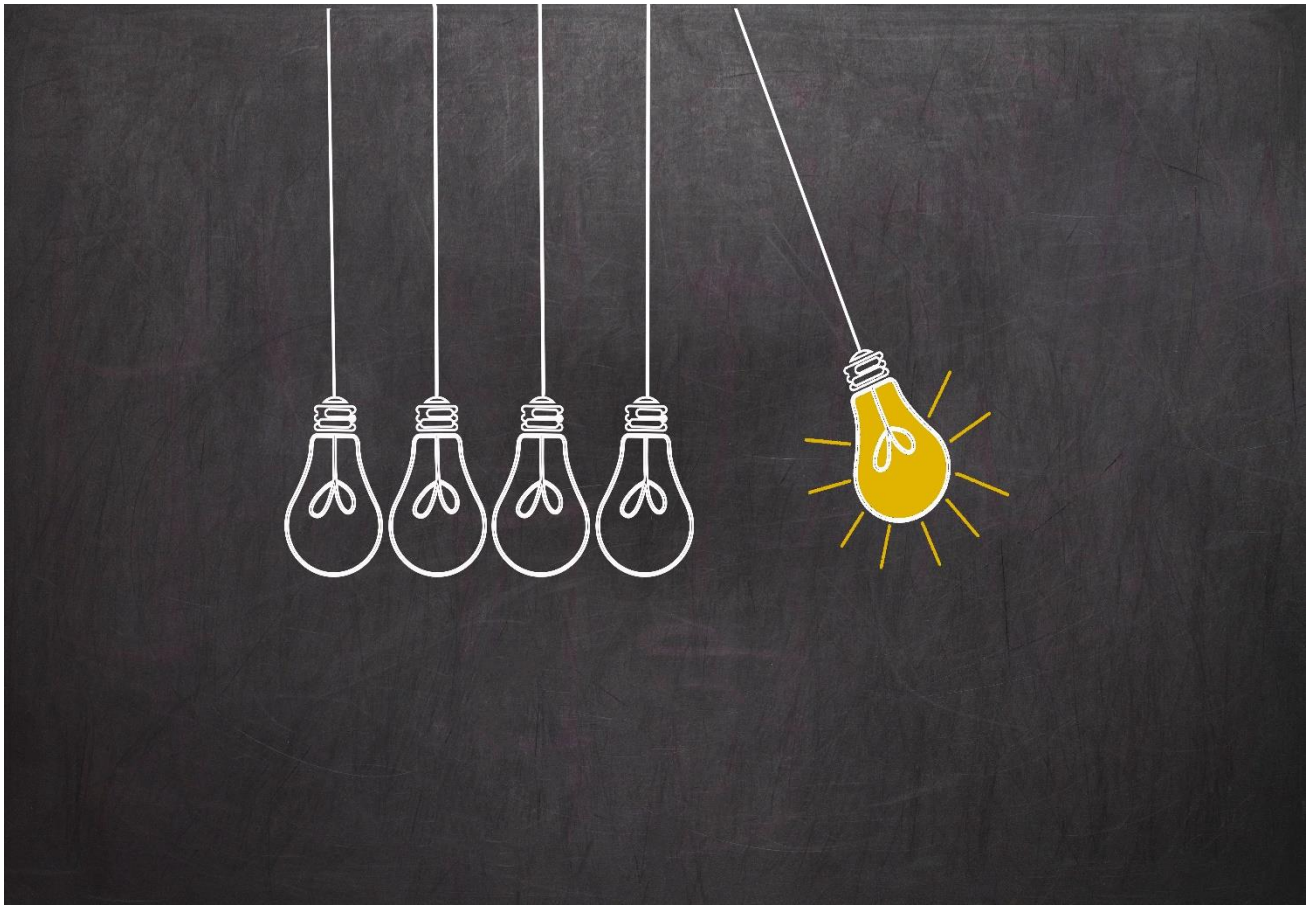
MENON ECONOMICS

VERDISKAPINGSANALYSE FOR DE AKTIVE EIERSKAPSFONDENE I NORGE 2017

Såkorn, Venture og Buyout



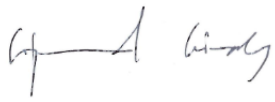
MENON-PUBLIKASJON NR. 85/2017

Av Ragnhild Sjoner Syrstad og Gjermund Grimsby

Forord

På oppdrag for Norsk venturekapitalforening (NVCA) har Menon Economics gjennomført en analyse av verdiskaping og sysselsetting i norske bedrifter hvor aktive eierfond har eierandeler. Analysen har benyttet registerdata for norske foretak, som vi har fulgt over en femtenårsperiode fra 2001 til 2016. Vi vurderer også fondenes handlingsrom med hensyn til nye investeringer de neste 1-3 årene fremover i form av hvor mye kapital de har tilgjengelig til investeringer i allerede etablerte fond.

Vi takker Rikke Eckhoff Høvding i NVCA for et interessant oppdrag. Forfatterne står ansvarlig for alt innhold i rapporten.



_____

Desember 2017

Gjermund Grimsby
Prosjektleder
Menon Economics

Innhold

INNLEDNING **4**

1. PRIVATE EQUITYS VERDISKAPING I NORSK NÆRINGSLIV **5**

1.1. Sysselsetting 5

1.2. Verdiskaping 6

1.3. Utvikling fordelt på næring 7

2. UTVIKLING FØR OG ETTER INVESTERINGER FRA PE **9**

3. TILGJENGELIG KAPITAL FOR NYE INVESTERINGER I NORGE **11**

Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser 12

Sammendrag

I denne analysen studerer vi omfanget av aktiviteten til de norske bedriftene som eies av aktive eierfond i form av verdiskaping og sysselsetting. Analysen kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

- Dagens porteføljebedrifter hadde en samlet verdiskaping[1] på 37,2 milliarder kroner i 2016. Dette utgjør 1,6 prosent av fastlands-BNP[2].
- Bedriftene med aktive eierfond på eiersiden sysselsetter anslagsvis 68 900 personer. Tallet er basert på norske selskaps lønnskostnader og sysselsetting i Norge, og i andre land.
- IKT, petroleum og detaljhandel dominerer de aktive eierfondenes investeringer i Norge. Petroleum utgjorde den største næringen i 2009, men har nå blitt forbipassert av IKT som har doblet verdiskapingen siden 2009.
- Utviklingen til bedriftene i perioden før og etter at de fikk aktive eierfond på eiersiden viser at veksten til porteføljeselskap er betydelig etter at det aktive eierfondet har investert. Dette gjelder særlig de tidligste fasene, hvor veksttakten endres i etterkant av investeringen fra det aktive eierfondet. Resultatet er et tydelig tegn på at aktive eierfond bidrar til å videreutvikle norske vekstbedrifter gjennom tilførsel av kapital og kompetanse.
- Norske og utenlandske aktive eiere har 23,2 milliarder kroner i tilgjengelig kapital for nye investeringer. Oppkjøpsfondene sitter på 18,6 milliarder av disse og venture-fondene på 4,6 milliarder. Anslagsvis vil kapitalen til buyoutfondene investeres de neste tre-fire årene, mens venturefondene ofte har en noe lengre investeringsfase.

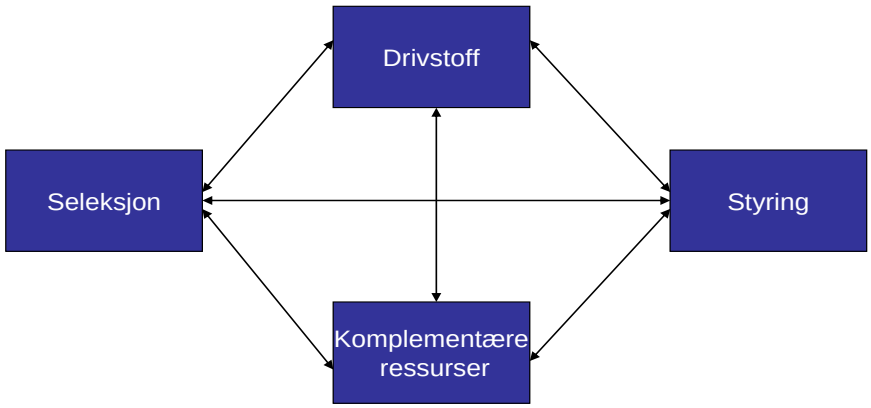
[1] Verdiskaping: Bedrifter som utbetaler lønn til de ansatte, skatt til staten og overskudd til eierne genererer merverdi for samfunnet. Denne merverdien som skapes i bedriftene fanges opp av verdiskapingsmålet beregnet ved summen av driftsresultat før avskrivning og nedskrivning (EBITDA) og lønnskostnader. Med dette målet kan man måle porteføljebedriftenes samfunnsmessige avkastning, eksempelvis i form av andel av bruttonasjonalprodukt.
[2] Beregnet ut fra Bruttoprodukt Fastlands-Norge i 2016, basisverdi (SSB)

Innledning

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-fund. De aktive eierfondene er spesialisert på ulike faser av bedriftens livssyklus, og kjennetegnes med at eierskapet innebærer aktiv involvering i selskapets drift, normalt over en periode fra 3-10 år.

I denne undersøkelsen opererer vi med en grovinndeling av de aktive eierfondene i to hovedgrupper: Tidligfase fond og buyout fond. Tidligfasefond spenner fra investeringer i oppstartsselskaper som ikke består av stort annet enn en gründers idé om et nyvinnende produkt, til små og mellomstore bedrifter som allerede har etablert seg i et marked, men hvor det finnes et stort potensial for videre ekspansjon. Fellesnevneren for denne fasen er at det aktive eierfondet har stor tro på selskapet og ønsker å bistå med kapital og rådgivning i bytte mot eierandeler for å realisere produktets kommersialiseringspotensial. Buyout-fond (også kalt oppkjøpsfond) er spesialisert på mer modne bedrifter hvor utfordringen ligger i å revitalisere selskapet gjennom restrukturering, men også ekspansjon. I motsetning til tidligfasefondene som normalt har minoritetseierposter i selskapet, har buyoutfondene normalt majoritetseierskapsposter slik at de har full kontroll over selskapet.

Aktive eierfonds bidrag til økonomisk utvikling og vekst kan knyttes opp til eiernes fire verdiøkende roller:



For det første bidrar private equity til økonomisk utvikling gjennom å velge å tilføre kapital til de selskapene med størst potensial (seleksjon). Samtidig bidrar fondene til selskapenes utvikling både ved å tilføre porteføljeselskapene kapital over tid (drivstoff) og andre ressurser og kompetanser – det være gjennom industrierfaring eller nettverk – som selskapet selv ikke besitter fra før (komplementære ressurser). Kompetansen til fondet formidles gjennom aktiv deltagelse i styrearbeid og annen kontakt med selskapets ledelse. Fondene har en aktiv rolle omkring strategiske spørsmål knyttet til selskapets videre utvikling slik som blant annet rekruttering av sentrale ansatte, opprette kontakt med større kunder og strategiske samarbeidspartnere samt bidra til innhenting av ytterligere kapital fra fondet selv og andre investorer dersom det trengs. Videre har fondet 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 (styring).

I denne artikkelen setter vi fokus på de aktive eierfondenes betydning i norsk næringsliv både med hensyn til sysselsetting og verdiskapning. Ikke minst presenterer vi en undersøkelse av de aktive eierfondenes tilgjengelige ressurser for investeringer fremover de neste 1-3 årene.

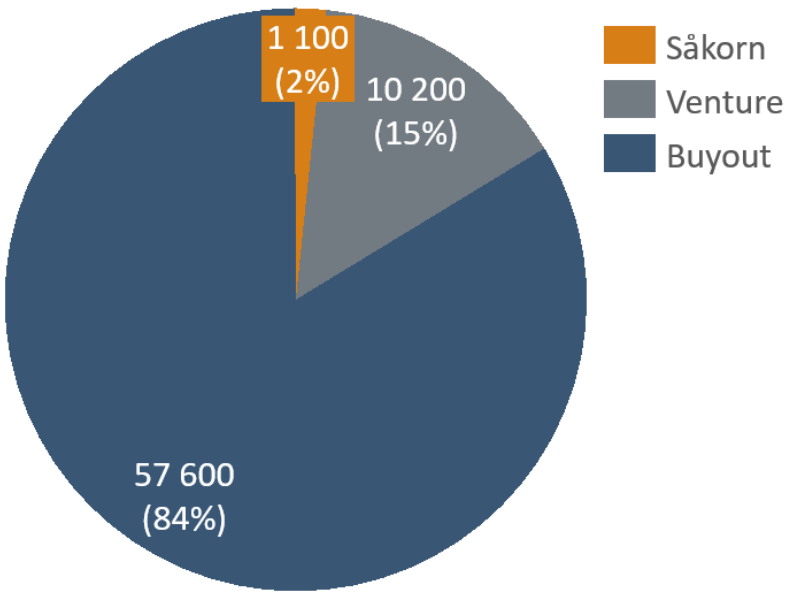
1. Private equitys verdiskaping i norsk næringsliv

I denne delen av artikkelen belyser vi de aktive eierfondenes betydning for norsk næringsliv med hensyn på sysselsetting og verdiskaping, og viser hvordan dette fordeler seg utover ulike faser og næringer. Analysen av bedriftene i dagens portefølje er basert på siste rapporterte regnskapstall fra regnskapsåret 2016. Undersøkelsen omfatter 386 norske bedrifter eid av norske eller utenlandske aktive eierfond.

1.1. Sysselsetting

I 2016 sysselsatte porteføljebedriftene til dagens aktive eierfond nesten 68 900 personer. 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 kommersialiserings-prosessen, og sysselsettingen er derfor naturlig betydelig lavere i disse segmentene. Figuren under viser fordelingen mellom de ulike fasene.

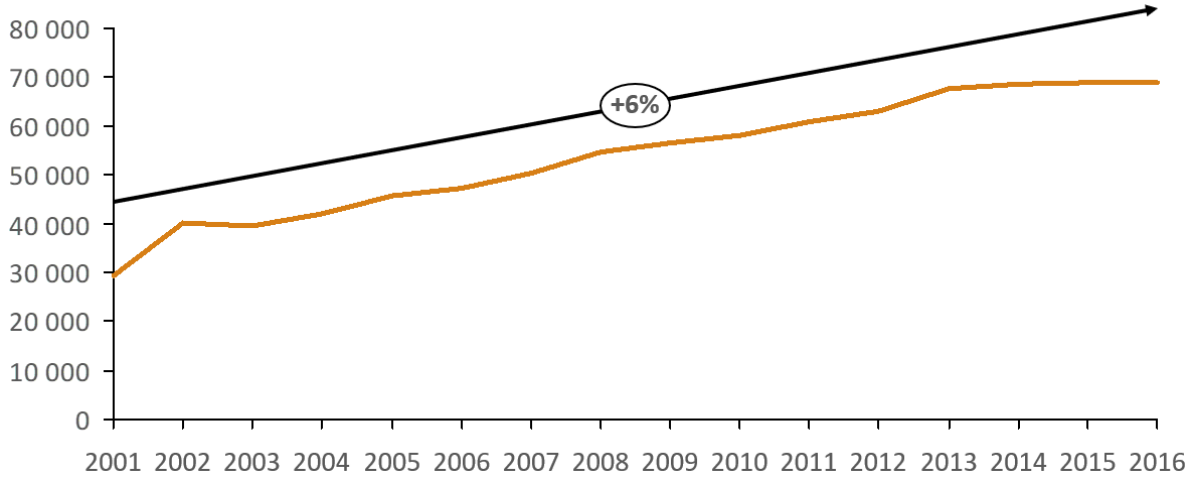
Figur 1 Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på fase i 2016. Kilde: Menon



De ansatte er fordelt på totalt 386 selskaper. Det er flest selskaper i venturesegmentet, med 175 selskaper. I buyout-segmentet finner vi 148 og innen såkorn 63 selskaper.

Det har vært en jevn vekst i sysselsetting blant dagens porteføljebedrifter den siste 10-årsperioden. Gjennomsnittlig sysselsettingsvekst per år i porteføljeselskapene har vært på 6 prosent siden 2001. Denne veksten har resultert i at det er 20 000 flere arbeidsplasser i disse porteføljebedriftene enn det var for 10 år siden, og 40 000 flere enn det var for 15 år siden. Dette illustrerer at man lykkes med å ekspandere virksom-hetene og skape arbeidsplasser i bedrifter eid av aktive eierfond. Det siste året har sysselsettingsveksten dabbet noe av; dette har sin naturlige forklaring i mange av porteføljeselskapene leverer produkter og tjenester til norsk petroleumsproduksjon, en sektor som har hatt betydelig press på effektivisering etter det dramatiske oljeprisfallet i 2014.

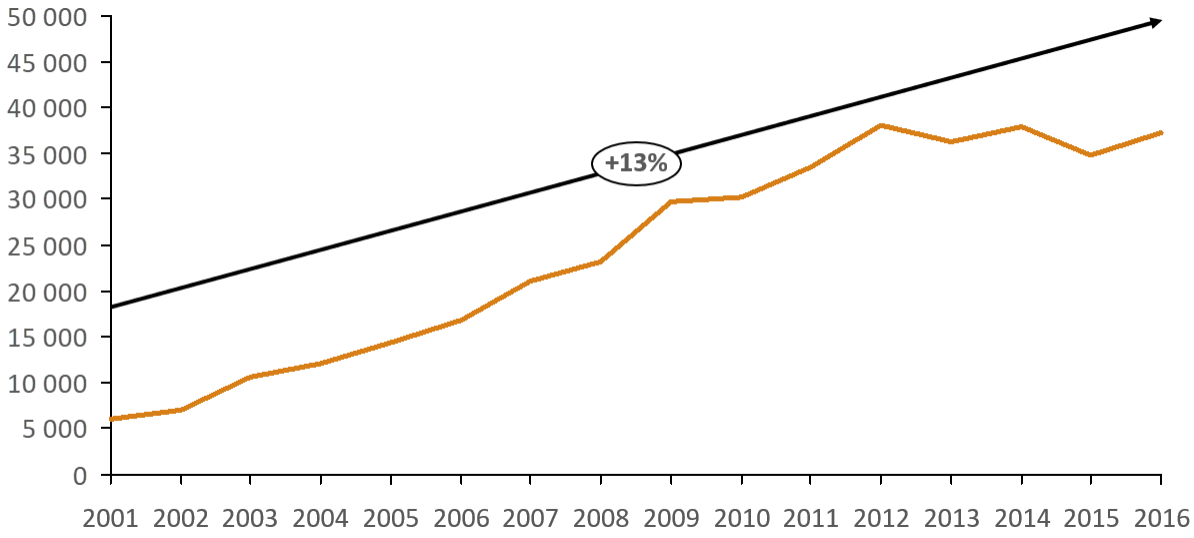
Figur 2 Ansatte i norske porteføljebedrifter 2001–2016. Kilde: Menon Economics



1.2. Verdiskaping

Den samlede verdiskapingen fra bedrifter i porteføljene til norske aktive eierfond i 2016 var 37,2 milliarder kroner. Verdiskapingen i norske porteføljebedrifter har vist en fallende trend mellom 2012 og 2015. Hovedårsaken til dette fallet er en svakere utvikling i lønnsomheten til noen større selskap innen offshore leverandørindustrien. Dette fallet er tydeligst for 2015, men fjoråret viste igjen positiv vekst for næringen. Til tross for den svakere utviklingen de siste par årene har porteføljeselskapene hatt en formidabel verdiskapingsvekst på i snitt 13 prosent per år de siste 15 årene. Tallene er et tydelig tegn på at private equity er en viktig motor for ny verdiskaping i norsk næringsliv.

Figur 3 Verdiskaping i norske porteføljebedrifter. Løpende priser. 2001–2016. Kilde: Menon



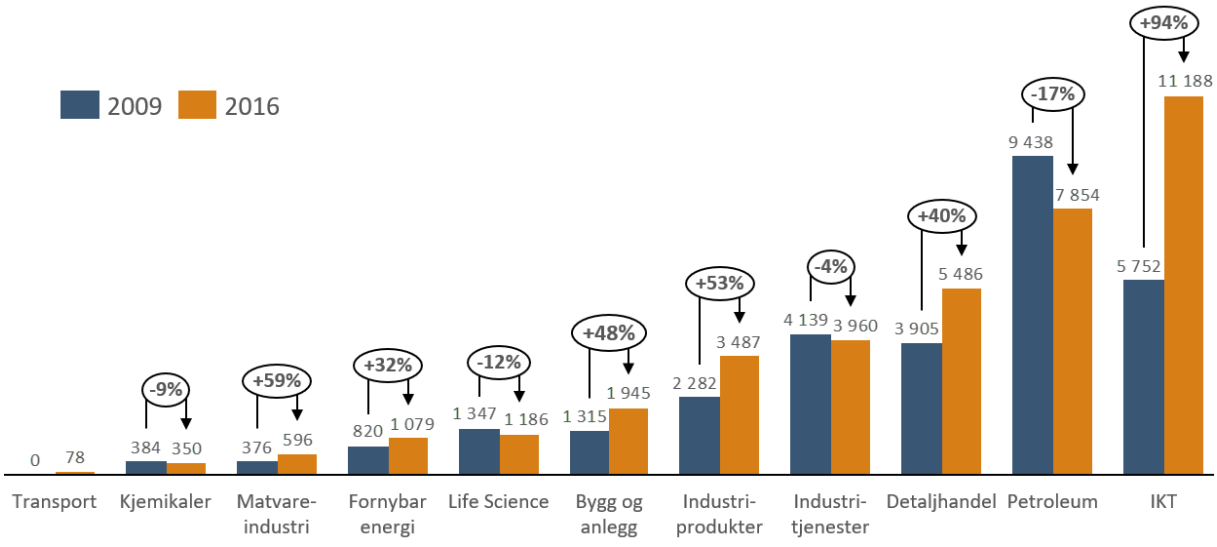
1.3. Utvikling fordelt på næring

IKT, petroleum og detaljhandel dominerer de aktive eierfondenes investeringer i Norge. Figuren nedenfor viser verdiskaping per næring i 2009 og 2016, samt prosentvis endring for næringene over hele perioden. Petroleum utgjorde den største næringen i 2009, men har nå blitt forbipassert av IKT. IKT-næringen er en stor bidragsyter til verdiskaping hos aktive eierfonds porteføljeselskaper og har nærmest doblet seg siden 2009.

De fleste næringer har vokst over perioden. Detaljhandel, industriprodukter og bygg og anlegg har alle vokst med mer enn 40 prosent over perioden. Utviklingen har ikke vært like lys for olje- og gassektoren. Der falt verdiskapingen mellom 2009 og 2016 med 17 prosent. Industritjenester, life science og kjemikalier har også opplevd nedgang, på henholdsvis 4, 12 og 9 prosent.

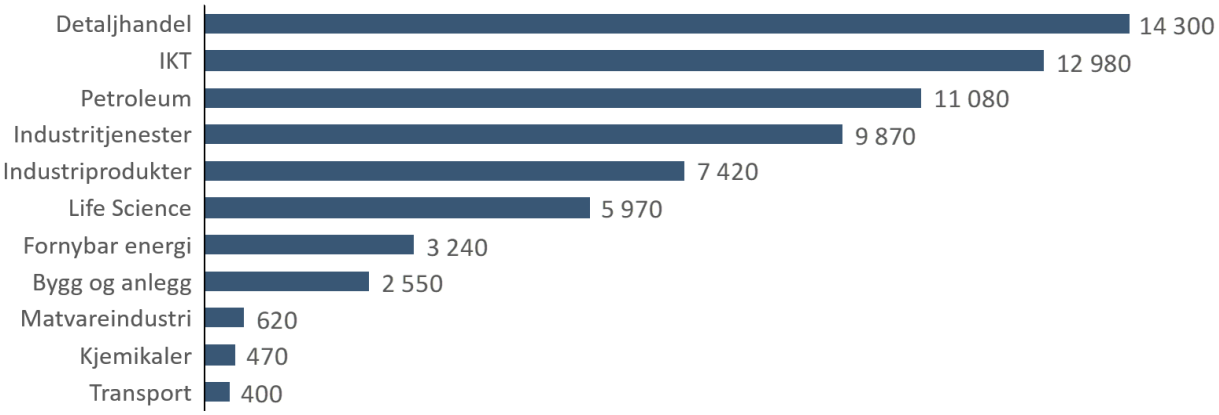
Variasjonen i utvikling viser at det ofte er betydelig risiko knyttet til investeringene som gjøres. Videre er det viktig å påpeke at negativ utvikling i verdiskaping ikke er ensbetydende med dårlig lønnsomhetsutvikling. Eksempelvis vil ikke analysen ta høyde for at enkelte deler av et selskap selges ut. Dette vil da slå ut i redusert verdiskaping fordi virksomheten til selskapet er mindre.

Figur 4 Verdiskaping per næring i 2009 og 2016. Millioner kroner. Prosentvis endring over hele perioden er innsirklet. Kilde: Menon



Dominansen til IKT, petroleum og detaljhandel vises også i sysselsettingsstatistikken. Omtrent en femtedel av de ansatte i porteføljebedriftene var knyttet til detaljhandelen i 2016. IKT og petroleum stod for henholdsvis 19 og 16 prosent av den samlede sysselsettingen blant de norske porteføljeselskapene.

Figur 5 Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på næring i 2016. Kilde: Menon

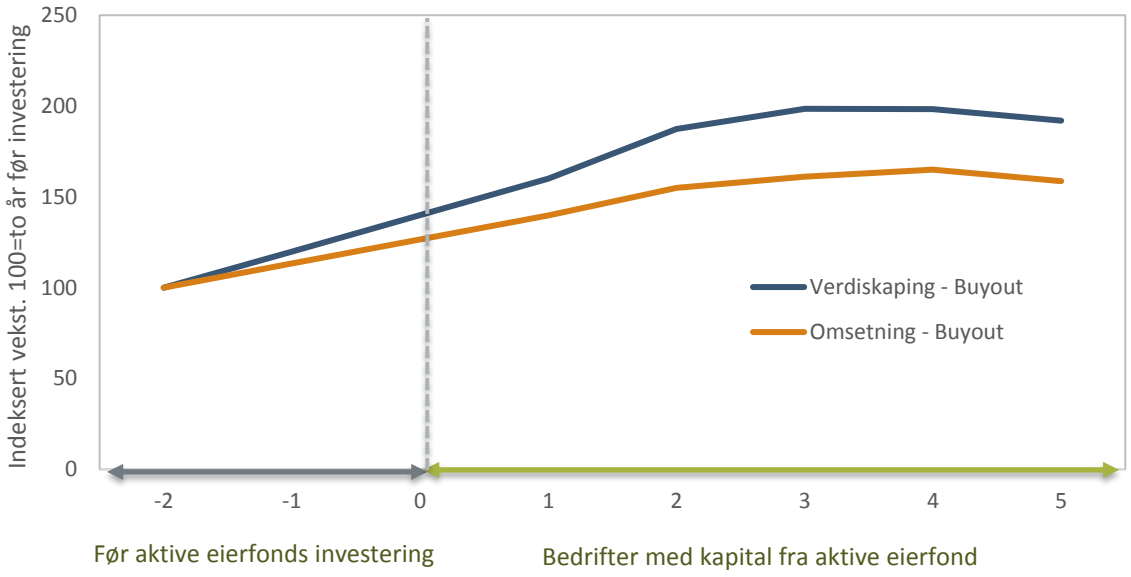


2. Utvikling før og etter investeringer fra PE

Når de aktive eierfondene investerer i selskaper er et av de overordnede målene å skape vekst ved å tilføre selskapet kompetanse og finansielle ressurser. Figurene under viser utvikling i verdiskaping og omsetning for henholdsvis tidligfase- og buyoutbedrifter, 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.

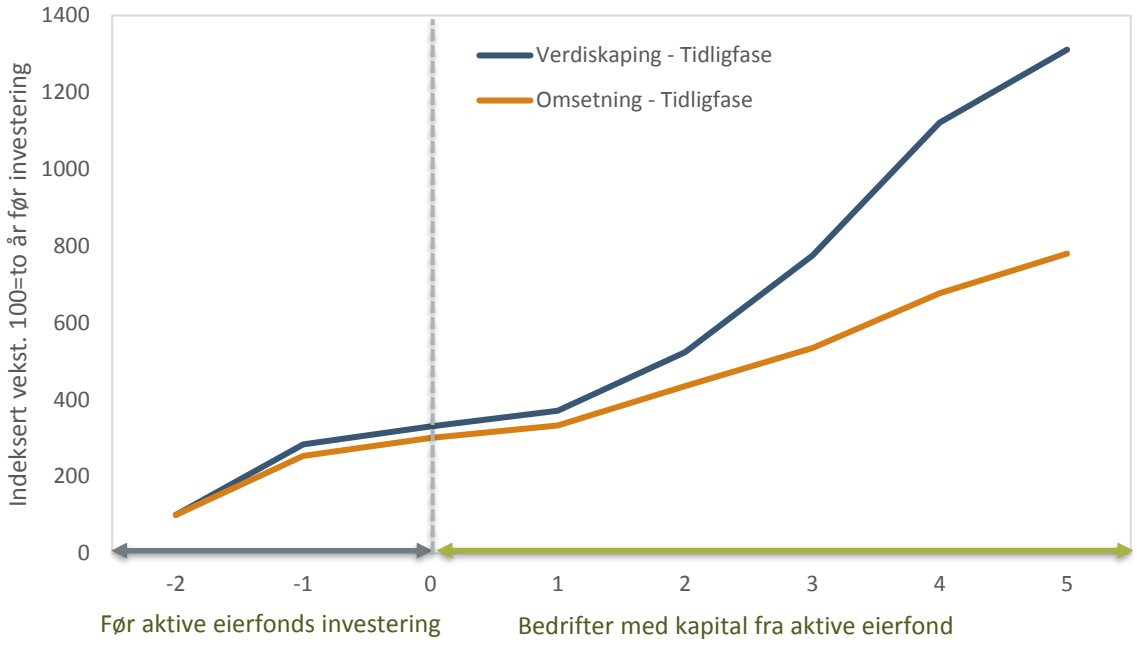
I buyout-segmentet følger omsetning og verdiskaping hverandre relativt likt frem til ett år etter den første investeringen i selskapet. Fra i år to og tre viser figuren et taktskifte i vekstraten for verdiskaping, mens omsetning fortsetter veksttakten som før de aktive eierfondene kom inn på eiersiden. Det er interessant å se at porteføljeselskapene også er i vekst før de aktive eierfondene investerer i selskapet, dette viser at de aktive eierfondene fokuserer på selskaper i vekst. Den kraftigere veksten i verdiskaping etter at det aktive eierfondet kom inn på eiersiden kan forklares med at buyout-fondene fokuserer særlig på effektivisering som et tiltak for å øke bunnlinjen, i tillegg til å øke salget. Figuren viser at veksten avtar i år fire og fem. Dette er typisk mot slutten av eierskapsperioden for buyout-fondene. Omsetningsveksten faller også litt, men i mindre grad enn verdiskapingen. Dette henger potensielt sammen med at porteføljeselskapet har modnet i løpet av eierskapsperioden og at mye av vekstpotensialet er utnyttet.

Figur 6 Veksttakt før og etter aktive eierfond har investert i selskapet i buyout (faste priser)



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. Dette finner man også igjen i figuren under. Før det aktive eierfondet investerer og frem til ett år etter investeringen, er det relativt lik veksttakt i både omsetning og verdiskaping. Etter to år ser vi imidlertid at bedriftenes omsetnings- og verdiskapingsvekst setter fart, og at veksttakten øker. Det er interessant at man ser en så tydelig effekt både på omsetning og verdiskaping så kort tid etter at investeringene og de eventuelle strategiske grepene er gjort. Verdiskapingsveksten setter ytterligere fart etter tre år og avtar litt igjen etter fire år. Omsetningen vokser jevnt fra omtrent ett år etter investering.

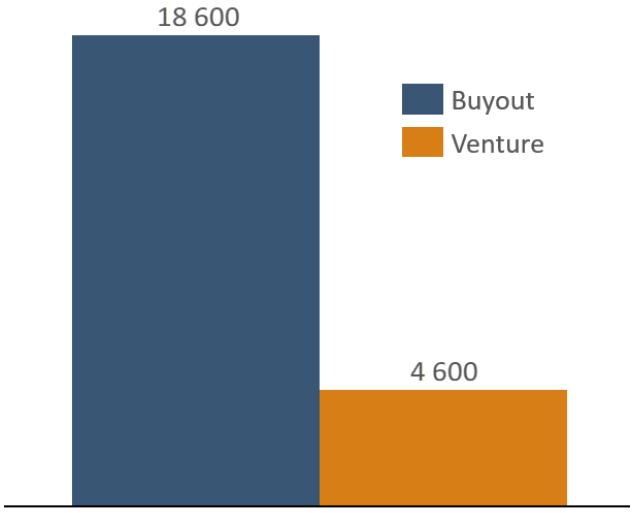
Figur 7 Veksttakt før og etter det aktive eierfondet har investert i selskapet innenfor tidligfase-segmentet (faste priser). Kilde: Menon



3. Tilgjengelig kapital for nye investeringer i Norge

Norske og utenlandske aktive eiere har 23,2 milliarder kroner i tilgjengelig kapital for nye investeringer. Figuren nedenfor viser at oppkjøpsfondene sitter på 18,6 milliarder av disse og venture-fondene på 4,6 milliarder. Brorparten av midlene er konsentrert om en håndfull aktører. Når det gjelder kapital tilgjengelig for investeringer i buyout-segmentet er store deler av den tilgjengelige kapitalen forvaltet av aktører med tilstedeværelse og egne team i Norge. Hva gjelder venturekapital er det offentlige investeringsfondet Investinor en sentral aktør. Her er det verdt å merke at tallene er et anslag, og at investeringene i norske selskaper kan bli både mer eller mindre de neste årene. Anslagsvis vil kapitalen til buyoutfondene investeres de neste tre-fire årene, mens venture-fondene ofte har en noe lengre investeringsfase.

Figur 8 Tilgjengelig kapital for nye investeringer. Millioner kroner. Kilde: NVCA og Menon



Vår vurdering er at anslaget for tilgjengelig venturekapital tilsvarer et noe høyere investeringsnivå enn vi har sett de siste årene, som årlig har ligget på mellom 500 millioner og 1 milliard kroner. Mye av dette er kapital fra heleide eller offentlig støttede aktører. Ettersom utenlandske investorer uten kontor i Norge ikke er med i undersøkelsen vil aktivitetsnivået se noe lavere ut for buyout, dersom man deler ledig kapital hos buyout-fondene over en periode på tre år. Samtidig vil det i tillegg opprettes flere nye fond og hentes inn mer ny kapital de kommende årene. Det er dermed grunn til å tro at aktivitetsnivået vil holdes på samme nivå eller øke fremover.

Om undersøkelsen av tilgjengelig kapital til investeringer i Norge

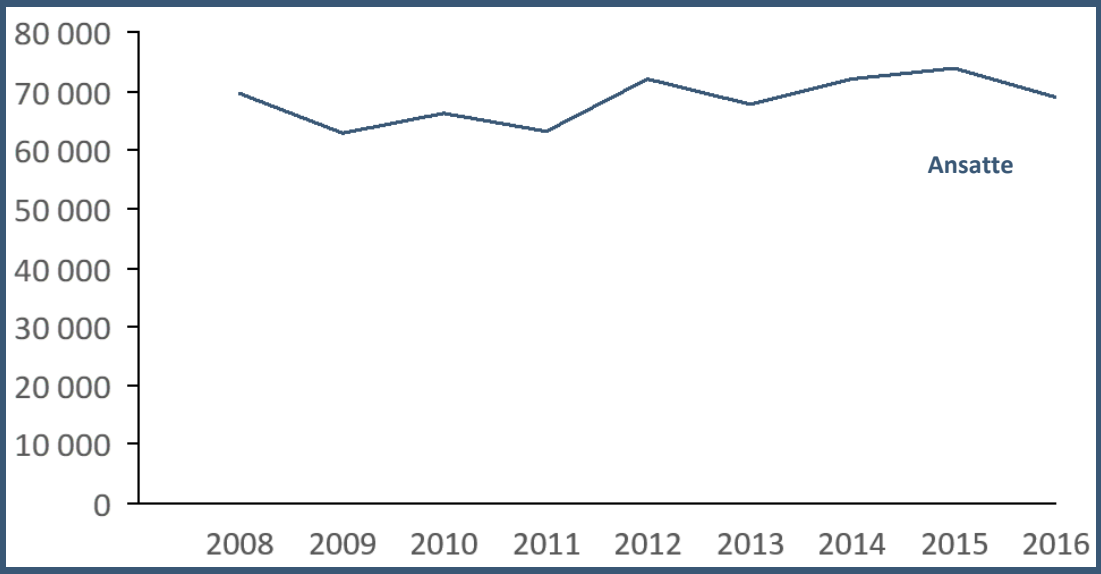
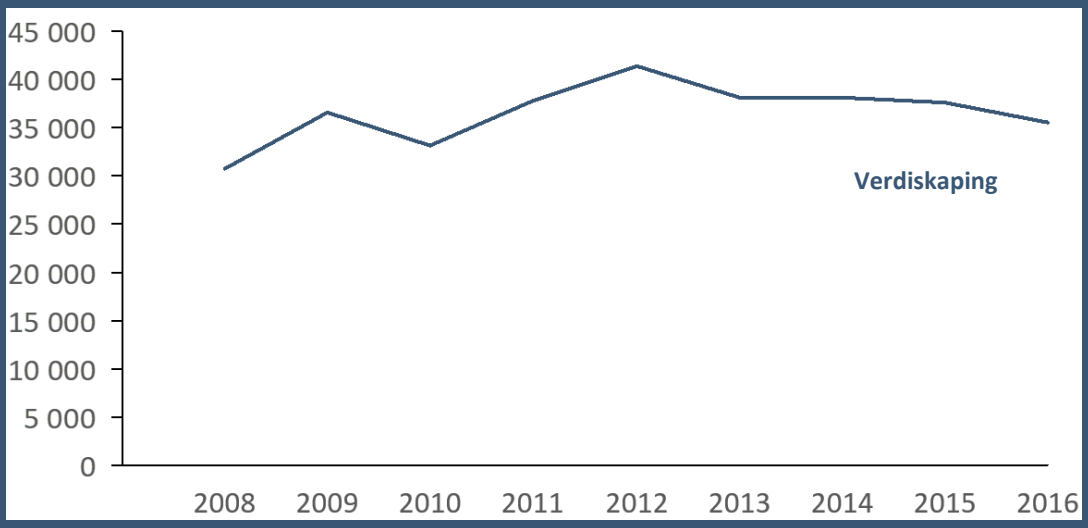
For å få mest mulig oppdaterte og korrekte data gjennomførte NVCA i november 2017 en spørreundersøkelse blant forvalterne med kontor i Norge. Aktørene ble spurt om å rapportere tilgjengelig kapital samt estimere hvor stor andel av denne som er tenkt investert i Norge. Undersøkelsen ble sendt ut til 25 forvaltere hvorav 17 besvarte.

For de fondene som ikke svarte på undersøkelsen har Menon estimert den gjenværende kapitalen. Estimatet er basert på 23 fond som har kapital igjen til nye investeringer. I beregningene av gjenværende kapital er det tatt utgangspunkt i kommitert kapital fratrukket fondenes akkumulerte investeringer og forvaltningskostnader fra etablering frem til og med 2017. I beregning av forvaltningshonorar er det lagt til grunn to prosent av kommitert

kapital per år. Forvaltningsmiljøene rapporterer årlig fondenes investeringer inn til NVCA via Invest Europes pan-europeiske plattform. Det vil likevel være en del investeringer som aldri blir rapportert inn og derfor vil investeringstallene være noe undervurdert. På bakgrunn av dette er investeringsbeløpene oppjustert med 15 prosent for å ta høyde for underrapportering.

Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser

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 under 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 69 500 i 2008 og har vært forholdsvis stabil alle år. Antall sysselsatte var 68 900 i 2016.



Utviklingen i verdiskapingen i porteføljen til de aktive eierfondene har vokst relativt jevnt siden 2008 frem til 2012, men med et svakt fall de siste fire årene. Verdiskapingen i 2016 er omtrent 4,7 milliarder høyere enn i 2008. Noe av veksten skyldes imidlertid prisstigningen i perioden. Fallet siden 2012 henger hovedsakelig sammen med lavere aktivitet i offshore leverandørindustrien.