



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UiS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Executive Master in Business Administration

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen?

ENGELSK TITTEL:

How is Norwegian unlisted technology companies in the oil service industry analyzed and valued?

FORFATTER

Studentnummer:

237290

Navn:

Petter Rommetvedt

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

Sammendrag

For utenforstående virker det ofte som norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen blir omsatt for enorme summer som ikke står i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene. Ettersom disse selskapene utgjør et svært snevert utvalg selskaper er det utfordrende å finne detaljert teori om hvordan slike selskaper blir analysert og verdivurdert. Forskeren i denne studien har derfor valgt følgende problemstilling:

Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen?

For å innhente informasjon om temaet vurderte forskeren det nødvendig å innhente denne direkte fra personer med relevant erfaring, og det er derfor anvendt kvalitativ metode og utført fem dybdeintervjuer i studien. Intervjudeltakerne har direkte erfaring med salg og / eller kjøp av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen. De har varierende erfaring som eiere av slike selskaper, ansatte i investeringsselskaper eller ansatte hos industrielle aktører som kjøper og selger selskaper. Intervjudeltakerne er beskrevet i kapittel [4.1.2 Planlegging](#). Funnene fra dybdeintervjuene er beskrevet i kapittel [5 Funn og Analyse](#) og diskutert i kapittel [6 Diskusjon](#). Ettersom forskeren arbeider som daglig leder i oljeserviceselskapet Perigon AS var det av åpenbar interesse å vurdere selskapets status opp mot funnene i studien. Denne vurderingen er diskutert i kapittel [6.4 Perigons status i forhold til funnene](#).

I dybdeintervjuene ble tre hovedtemaer undersøkt og funnene er beskrevet og diskutert i egne underkapitler. Det første hovedtemaet handler om at det har stor betydning hvem interessenten er i en analyse- og verdivurderingsprosess. Et investeringsselskap har eksempelvis helt andre incentiver for å kjøpe et selskap enn en industriell aktør. Det andre hovedtemaet handler om at verdivurderingsmetodene som faktisk blir anvendt for analyse og verdivurdering av slike selskaper ikke er de samme som forskeren antok før studien. Det tredje hovedtemaet handler om de fem selskapsspesifikke parameterne som gikk mest igjen i intervjuene, og som dermed blir vurdert som de viktigste for å drive verdien til et norsk unotert teknologiselskap innen oljeservicenæringen opp. Disse parameterne er personene, teknologi, risiko, kundeliste / kommersiell historikk og magesfølelse.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som min avsluttende oppgave på masterstudiet Executive Master in Business Administration ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Mens jeg har studert til mastergraden har jeg arbeidet i oljeservicenæringen hvor jeg har observert mange norske unoterte teknologiselskaper i bransjen bli solgt for høye summer som ikke alltid har stått i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene. Jeg har funnet dette svært interessant og har lenge ønsket å vite mer om hva som driver verdien til disse selskapene opp. Det ble derfor naturlig å velge dette som tema da jeg skulle skrive masteroppgave.

Det har vært særdeles interessant å arbeide med oppgaven samtidig som det også har vært svært krevende, og derfor vil jeg rette en ekstra stor takk til min samboer Linn som har vært en uvurderlig støtte i tillegg til å bidra faglig.

Videre vil jeg takke min veileder ved UiS, Lars Atle Kjøde, for fortløpende og inspirerende hjelp med oppgaven. Selv om de er anonyme vil jeg benytte anledningen til å takke intervjudeltakerne som gledelig stilte opp og delte sin erfaring. Det hadde ikke vært mulig uten dere! Jeg vil også takke Kjell Erik Drevdal for hjelp til å strukturere oppgaven samt for kontinuerlig støtte.

Avslutningsvis vil jeg takke min arbeidsgiver Perigon AS, med styreleder Kristian Harestad i spissen, som har bidratt økonomisk og lagt til rette for at jeg kunne studere til mastergraden og skrive denne oppgaven.

Stavanger, 26. mai 2019

Petter Rommetvedt

Innhold

Sammendrag	2
Forord	3
Figurliste.....	7
1 Innledning.....	8
1.1 Motivasjon for valg av problemstilling	8
1.2 Problemstilling.....	8
1.3 Metode	9
1.4 Avgrensninger	9
2 Perigon AS	10
2.1 Selskapet.....	10
2.2 Historie	11
2.3 Verdier, visjon og strategi	12
2.4 Selskapsstruktur.....	13
2.5 Eierstruktur	14
2.6 Kunder og operasjonsområde	15
2.7 Konkurrenter.....	15
3 Teori	17
3.1 Verdivurdering i Norge	17
3.2 Metoder for verdivurdering av selskaper.....	17
3.2.1 Inntjeningsbasert tilnærming	18
3.2.2 Markedsbasert tilnærming	19
3.2.3 Balansebasert tilnærming	19
3.2.4 Kostbasert tilnærming	19
3.2.5 Opsjonsbasert tilnærming	20
3.3 Metode for teoretisk prising av Perigon AS	20
4 Metode.....	22

4.1 Bruk av dybdeintervju som metode.....	22
4.1.1 Tematisering	22
4.1.2 Planlegging	23
4.1.3 Intervjuing.....	24
4.1.4 Transkribering.....	25
4.1.5 Analysering	25
4.1.6 Verifisering	26
4.1.7 Rapportering	26
5 Funn og analyse.....	28
5.1 Hvem er interessenten?.....	28
5.2 Verdivurderingsmetode	31
5.3 Viktige parametere i en verdivurdering.....	34
5.3.1 Personene	36
5.3.2 Teknologi	38
5.3.3 Risiko	41
5.3.4 Kundeliste og kommersiell historikk	44
5.3.5 Magefølelse.....	46
6 Diskusjon.....	48
6.1 Hvem er interessenten?.....	48
6.2 Verdivurderingsmetode	50
6.3 Viktige parametere i en verdivurdering.....	51
6.4 Perigons status i forhold til funnene	53
6.4.1 Viktigheten av hvem interessenten eventuelt er for Perigon	54
6.4.2 Verdivurderingsmetode for Perigon	54
6.4.3 Viktige parametere i en verdivurdering av Perigon	55
6.5 Funn i forhold til forskningsspørsmålene	57
6.6 Hva betyr funnene og hva kunne blitt gjort annerledes?	58

7 Oppsummering	60
8 Referanser.....	62
Vedlegg A: Intervjuguide.....	63
Vedlegg B: Informasjonsskriv til intervjudeltakerne	65

Figurliste

Figur 1 - Driftsinntekt og resultat for Perigon AS 2011 – 2017 (1000 NOK)	10
Figur 2 - Likviditetsgrad 1 for Perigon AS 2011 - 2017	11
Figur 3 - Perigons kjerneverdier	12
Figur 4 - Perigons organisasjonskart	13
Figur 5 - Klassifisering av verdivurderingsmetoder basert på definisjon av verdi	18
Figur 6 - Tidsløp for teknologiutvikling	40

1 Innledning

1.1 Motivasjon for valg av problemstilling

For mange kan det virke som norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen ofte blir omsatt for enorme summer som i utgangspunktet ikke står i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene. I motsetning til omsetning av børsnoterte selskaper er omsetning av unoterte selskaper unntatt offentligheten. Det er også helt andre krav til offentlig informasjon for børsnoterte selskaper enn for unoterte selskaper. Dermed må analyse og verdivurdering av unoterte selskaper skje på andre premisser enn for selskaper på børsen. Følgelig er det også vanskelig å få opplysninger om transaksjoner av unoterte selskaper, og dermed også vanskelig å tilegne seg kunnskap om dette utover den teori som eksisterer. Forskeren ønsket derfor å utforske hvordan unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen faktisk blir analysert og verdivurdert når slike selskaper blir omsatt. Hva er det som driver verdien opp? Hvilke verdivurderingsmetoder blir anvendt?

Ettersom forskeren arbeider som daglig leder i det norske unoterte oljeserviceselskapet Perigon AS er det av åpenbar interesse å analysere dette selskapet i lys av studiens funn. Selskapet blir derfor presentert i kapittel [2 Perigon AS](#). Videre blir teori og metode beskrevet før funn og analyse blir presentert i kapittel [5 Funn og analyse](#). I det påfølgende diskusjonskapittelet blir funnene diskutert generelt i tillegg til at funnene blir diskutert med hensyn til Perigon AS for å vurdere hvor sterkt selskapet står i forhold til dem.

1.2 Problemstilling

Gjennom arbeidet med oppgaven har forskeren vært innom flere problemstillinger ettersom den har endret seg i løpet av prosessen. Den endelige problemstillingen er:

***Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte
teknologiselskaper i oljeservicenæringen?***

Forskeren har selv valgt denne problemstillingen da det var viktig å velge et tema som forskeren finner interessant og er nysgjerrig på. Ettersom det finnes begrenset offentlig informasjon om unoterte selskaper var det ekstra motiverende å måtte bruke eget nettverk for å intervju personer som har direkte erfaring med slike transaksjoner.

1.3 Metode

Forskeren har funnet mye teori om analyse og verdivurdering av selskaper generelt, men begrenset detaljert teori om hvordan norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen blir analysert og verdivurdert. Forskeren har derfor valgt å bruke kvalitativ metode til innsamling av data i oppgaven. Det ble gjennomført fem dybdeintervjuer med personer som har vært med på en eller flere reelle transaksjoner av norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen, og fremgangsmåte er beskrevet i kapittel [4 Metode](#). Flere av personene har vært med på både selger- og kjøpersiden av slike transaksjoner mens noen av dem har kun vært på selgersiden. Flere har personene har i tillegg vært medeier i selskapene som har blitt omsatt, og dermed hatt en direkte personlig interesse i transaksjonen. I tillegg har forskeren i løpet av prosessen hatt uoffisielle samtaler med flere personer med tilsvarende erfaringer. Disse samtalen har bekreftet informasjonen fra intervjudeltakerne og er benyttet i oppgaveskrivingen.

1.4 Avgrensninger

Økonomisk presentasjonen av Perigon AS er basert på offentlig tilgjengelig tall gjennom portalen www.proff.no. Portalen bruker Brønnøysundregistrene som sin primære kilde. Etersom de offentlig tilgjengelige tallene ikke gir detaljerte opplysninger vil ikke disse nødvendigvis gi det helt korrekte bildet av den økonomiske situasjonen i selskapet. Videre vil informasjonen gitt for å kunne vurdere parameterne i diskusjonskapittelet også være begrenset av hensyn til konkurransemessige forhold og at informasjonen er sensitiv, og dermed gi et noe begrenset bilde av selskapets situasjon.

Som med mange forskningsstudier kunne en større utvalgsstørrelse gitt mer informative resultater. Det er likevel ingen konkrete regler for å avgjøre den rette utvalgsstørrelsen i kvalitativ forskning (Collis og Hussey, 2014, s. 131) og forskeren mener derfor at utvalgsstørrelsen i denne studien reflekterer tidsrammen og målet med studien.

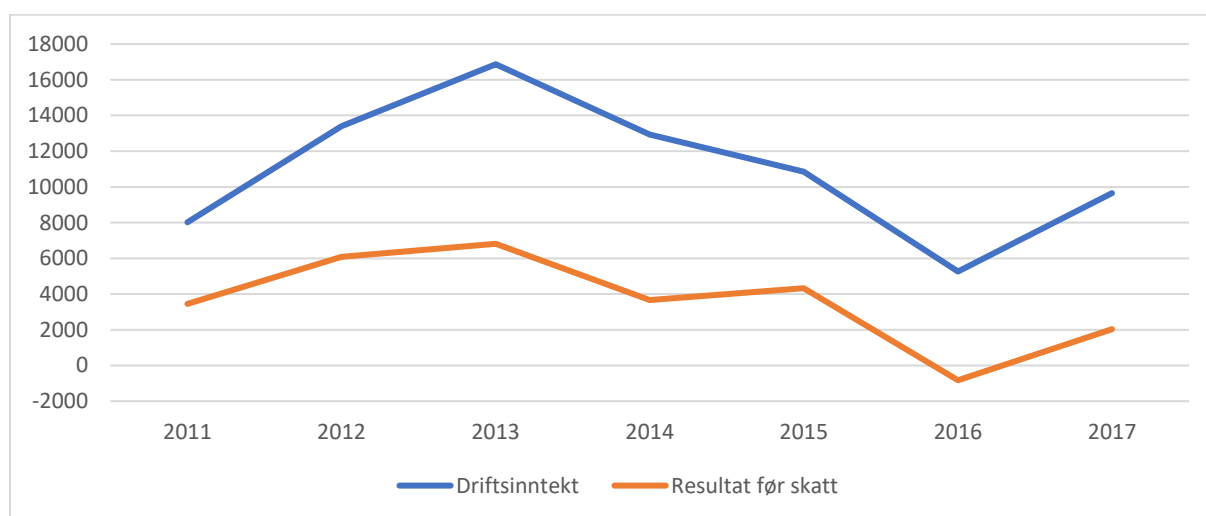
Intervjudeltakerne ble målrettet håndplukket gjennom bruk av eget nettverk basert på relevant erfaring. Dessverre resulterte det i en overvekt av mannlige deltakere i aldersspenn mellom 30 og 60 år. Selv om det uniforme utvalget kan være en begrensning av studien anser forskeren utvalget formet av den faktiske overvekten av menn i ledende posisjoner involvert i relevante transaksjoner og menn i relevante roller hos investeringselskaper.

2 Perigon AS

Dette kapittelet inneholder en presentasjon av oljeserviceselskapet Perigon AS (Perigon). Presentasjonen vil gi et overordnet bilde av selskapets nåværende situasjon samt fokus på historie, strategi, virksomhets- og operasjonsområde. Kapittelet brukes som grunnlag ved diskusjon av selskapet mot funnene fra den kvalitative forskningen.

2.1 Selskapet

Perigon er et norsk registrert selskap med hovedkontor i Randaberg. Selskapets kjernevirksomhet er å levere patentert utstyr for å sikre vellykket operasjon ved installering av sementplugger. Sementplugger blir mye brukt for å midlertidig, eller permanent, plugge olje- og gassbrønner. Disse pluggene er i mange regioner lovpålagt med strenge krav til utførelse, antall og verifisering. Hovedproduktet til Perigon heter Cement Support Tool (CST) og blir levert i ulike størrelser avhengig av brønnen og applikasjonen sementpluggen skal settes i. Selskapet har også ulike teknikker å installere CST på. Perigon består av 3 fulltidsansatte. I tillegg til fulltidsansatte er enkelte funksjoner som lønn, kvalitetsarbeid, digital markedsføring og teknisk assistanse satt ut til tredjepart eller ved bruk av innleid arbeidskraft. Styrets medlemmer er også aktive i selskapet. Perigon er godt kjent blant de største leverandørene av sementarbeid i olje- og gassindustrien. Perigon har levert over 3 500 CST siden første levering i 2002.



Figur 1 - Driftsinntekt og resultat for Perigon AS 2011 – 2017 (1000 NOK)

Selskapet har hatt positivt resultat de siste syv årene bortsett fra i 2016 hvor den generelle nedgangen i olje- og gassindustrien førte til markant nedgang i driftsinntektene. Selskapet har likevel en sunn økonomi med likviditetsgrad 1 over verdien 2 de siste fire årene.

Likviditetsgrad 1 er et mål på hvor mye kortsiktige midler foretaket har i forhold til forpliktelsene selskapet har på samme tidshorisont. Kortsiktig gjeld er forpliktelser som forfaller innen ett år mens omløpsmidler er midler i foretaket som kan likvideres innen ett år.



Figur 2 - Likviditetsgrad 1 for Perigon AS 2011 - 2017

2.2 Historie

Selskapet Perigon ble etablert i 1996 og da som et ansvarlig selskap med delt ansvar.

Selskapet hadde sin første inntekt i 1997 ved salg av vaskekjemikalier for olje- og gassbrønner. Det var begrenset med forretningsmuligheter for produktene og det ble kun noen få salg av disse kjemikaliene.

I 1999 startet utvikling og testing av produktet som nå heter Cement Support Tool (CST) og første kommersielle salg var i 2002. Selskapet skiftet eierstruktur i 2003 og stiftet da Perigon Handel AS. Det ble skiftet navn til dagens navn, Perigon AS, i 2013. I årene frem til 2011 var hovedproduktet til selskapet CST, og det ble etablert en jevn omsetning.

Selskapet hadde en fulltidsansatt og sporadisk deltidsansatte frem til 2016 da det ble oppbemannet til to fulltidsansatte. Videre ble det ansatt ny daglig leder i 2017 som gjorde at antall fulltidsansatte økte til tre. Enkelte funksjoner som lønn, kvalitetsarbeid, og digital markedsføring er fremdeles satt ut til tredjepart.

I 2011 begynte selskapet å arbeide med et nytt produkt som skulle hjelpe med å sementere fôringsrør i brønner. I tillegg til støtte fra et anerkjent olje- og gasselskap ble det investert betydelige ressurser i prosjektet, og det har blitt utført flere tester frem til 2017. Prosjektet er for øyeblikket satt på vent grunnet mangel på støtte og endrede prioriteringer av interne ressurser.

I 2016 ble det fremmet ønske fra styret om at det var behov for økt arbeidskraft og nye ideer. Det ble i den anledning startet en prosess med å ansette ny daglig leder. I august 2017 startet dagens daglige leder. Hans første oppgaver var å strukturere driften samt forsøke å få i gang prosjektet som ble startet i 2011 og som hadde stoppet opp. Dersom det ikke var mulig var det ønskelig å få på plass flere forretningsområder på andre måter.

Fra august 2017 og frem til nå har Perigon blitt endret på flere områder. Det har blitt tatt i bruk software for å strukturere kontraktsporteføljen samt en helt ny tilnærming til markedsføring (innkommende markedsføring). Hjemmesiden har blitt redesignet og driften har blitt strukturert. Selskapet har også blitt ISO 9001:2015 sertifisert for å dokumentere at selskapet har gode prosesser som det arbeides i henhold til for å sikre kvalitet.

2.3 Verdier, visjon og strategi

Kjerneverdiene til Perigon er prestasjon, empati, respekt, integritet, banebrytende, orientert og bemerkelsesverdig. Disse verdiene kommer fra en intern workshop og representerer verdiene selskapet ønsker å stå for utad. De er relatert til selskapsnavnets bokstaver som illustrert i figur 3.

P	Performance
E	Empathy
R	Respectful
I	Integrity
G	Groundbreaking
O	Oriented
N	Noteworthy

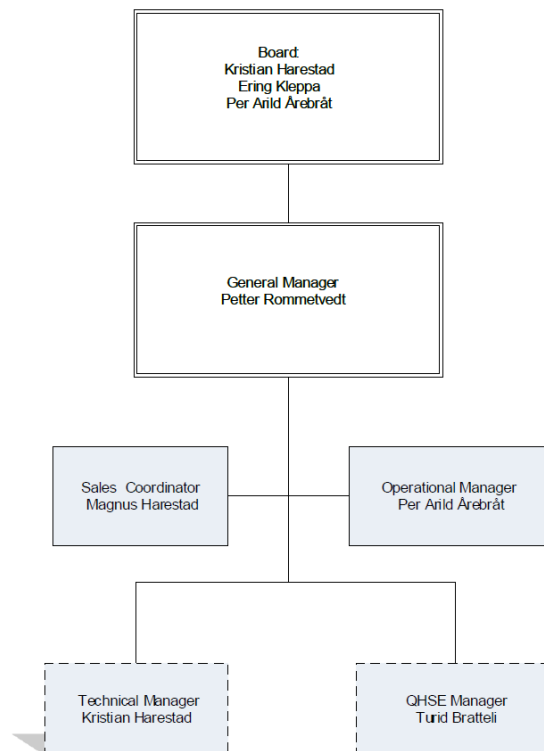
Figur 3 - Perigons kjerneverdier

Visjonen til selskapet er å sikre suksessfulle sementoperasjoner i olje- og gassbrønner. Ved å gjøre det begrenses operasjonstiden nødvendig for å reparere dårlig sementoperasjoner og på den måten sikre økonomisk besparelse for kundene samt spare miljøet for unødvendige belastninger. Perigon opererer i henhold til visjonen sin ved levering av CST da den øker suksessraten for installering av sementpluggen fra 30 – 50 % til over 95 % på første forsøk.

Videre er en sentral del av strategien til selskapet å øke den potensielle markedsandelen for salg av hjelpemidler til sementpluggen ettersom CST øker suksessraten så markant. En annen sentral del av strategien er å etablere flere produkter eller tjenester som sikrer suksessfulle sementoperasjoner.

2.4 Selskapsstruktur

Perigon består av 3 fulltidsansatte og er organisert ihht. figur 4.



Figur 4 - Perigons organisasjonskart

De tre fulltidsansatte og innleid teknisk leder har følgende ansvarsområder:

- Daglig leder – Petter Rommetvedt
 - Ansvarlig for daglig drift
 - Ansvarlig for salg og markedsføring
 - Ansvarlig for etablering i nye markedsområder
 - Budsjett- og resultatansvar
- Operasjonssjef – Per Arild Årebråt
 - Ansvarlig for operasjoner
 - Ansvarlig for sammenstilling av utstyr
 - Ansvarlig for det operasjonelle ved utvikling av utstyr
 - Ansvarlig for tekniske henvendelser
- Salgskordinator – Magnus Harestad
 - Ansvarlig for behandling av ordrer
 - Ansvarlig for innkjøp av utstyr
 - Ansvarlig for regnskapet
- Teknisk leder – Kristian Harestad
 - Teknisk ansvarlig for utstyret
 - Teknisk ansvarlig for utvikling av utstyr

I et selskap av Perigons størrelse med tre fulltidsansatte er det naturlig at alle er noe involvert i det meste av aktiviteten.

Styret i Perigon består av tre personer hvor Erling Kleppa er den tredje personen i tillegg til Per Arild Årebråt og Kristian Harestad. Alle tre har lang og svært relevant erfaring fra oljeservicebransjen. Kristian og Erling, som ikke er ansatt i Perigon, arbeider i et annet svært suksessfullt oljeserviceselskap som de har vært med å bygge opp. Daglig leder har også lang erfaring fra bransjen og har arbeidet i ulike roller i tre oljeserviceselskaper før han ble ansatt i Perigon.

2.5 Eierstruktur

Perigon er privateid gjennom tre holdingselskaper, henholdsvis Jasa Holding, Krihar AS og Årebråt AS. Eierne av de tre holdingselskapene utgjør styret i Perigon.

2.6 Kunder og operasjonsområde

Da selskapet begynte å selge CST i 2002 inngikk det en global avtale med Halliburton. Halliburton er et av verdens største oljeserviceselskaper med 60 000 ansatte i mer enn 80 land (Halliburton, 2019) og en anerkjent leverandør av sementarbeid i olje- og gassbrønner. Siden 2002 har Perigon hatt en løpende kontrakt med Halliburton for levering av CST og Halliburton er en av selskapets største kunder. Ettersom Halliburton opererer i over 80 land har de bidratt til å eksponere Perigons produkter globalt uten at Perigon har måttet ha egne representanter tilstede. Dermed har Perigon kunne drive selskapet med lav arbeidskraft. Halliburton har på denne måten blitt et ledd mellom sluttkunden og Perigon. Da leverer Halliburton hele tjenesten for å sette sementplugg mens Perigons produkter er en del av denne leveransen. Dette er en svært vanlig situasjon i olje- og gassindustrien. For Perigons del er det positivt ettersom det krever mindre ressurser, men baksiden er mindre direkte dialog med sluttkundene.

I tillegg til Halliburton har selskapet global avtale med Schlumberger. Schlumberger er også et av verdens største oljeserviceselskaper med 100 000 ansatte i mer enn 85 land (Schlumberger, 2019). Schlumberger har historisk sett hatt noe mindre aktivitet innen sementeringsarbeid, men er like fullt en svært viktig kunde for Perigon. Schlumberger har også bidratt til å eksponere Perigons produkter globalt.

Foruten disse to store aktørene på kundelisten til Perigon har det vært behov for lokal tilstedeværelse i enkelte land og regioner. Det er som regel flere årsaker til dette behovet, men en gjenganger er manglende vilje til å markedsføre Perigons produkter gjennom de eksisterende kanalene i disse markedene. Eksempelvis gjelder dette enkelte land i Midtøsten og i Asia. Det positive med lokale representanter er naturligvis at man kommer mer i dialog med sluttkunden, men på den andre siden er det mer ressurskrevende.

2.7 Konkurrenter

Perigons CST fungerer som et fundament når man skal installere sementplugg i olje- og gassbrønner. Det finnes flere typer fundamenter for sementplugg og det er også mulig å installere sementplugg uten å anvende fundament. Historisk har det vist seg å være svært vanskelig å installere sementplugg uten bruk av fundament, men dersom en oppnår suksess på første forsøk er det naturligvis en rimeligere og enklere løsning.

Det finnes et direkte konkurrerende produkt til CST som heter Parabow og blir levert av Baker Hughes, a GE Company. Produktet er relativt likt CST, men har noen vesentlige tekniske forskjeller. Blant annet må Parabow installeres ved bruk av eget setteverktøy i motsetning til at CST pumpes gjennom arbeidsstrengen som sementoperasjonen utføres gjennom. Det bidrar både til økt operasjonstid for Parabow i tillegg til at spesialisert personell må være tilstede. De senere årene er det vært antydning fra flere kunder at disse forskjellene er så vesentlige at CST'en er mer attraktiv enn Parabow'en.

Foruten Parabow finnes det konkurrerende løsninger som spesielle væsker man pumper ned i forkant av sementen. Disse væskene har spesielle egenskaper som holder sementen på plass frem til den har hardnet. Noen av væskene er svært viskøse mens andre reagerer kjemisk med brønnvæsken og hardner.

Et sentralt poeng med de konkurrerende løsningene er at de store oljeserviceselskapene som kjøper CST også har disse konkurrerende løsningene i porteføljen sin. Dermed kan en spekulere i om representantene til disse selskapene først og fremst forsøker å selge sine egne produkter eller Perigons CST. Det vil naturligvis avhenge av flere faktorer som hvor godt kjent representantene i den spesifikke regionen er med CST, hvilken løsning de har best fortjeneste på, hvor viktig det er å oppnå suksess på første forsøk etc. Det varierer altså fra kontrakt til kontrakt om det er serviceselskapet eller sluttkunden som tar regningen dersom man må gjøre operasjonen flere ganger.

Perigons CST er patentert slik at det ikke er mulig å lage en direkte kopi uten å være i strid med patentene. Disse patentene er sentrale i konkurransen, og dermed verdien av dette produktet for Perigon.

3 Teori

Dette kapitlet inneholder en kortfattet oversikt over ulike tilnærminger til verdivurdering av selskaper. Dette er generell teori om verdivurdering da det er utfordrende å finne detaljert teori om hvordan norske unoterte teknologiselskaper blir analysert og verdivurdert. Kapitlet inneholder også et avsnitt om noen forhold som gjør at verdivurdering i Norge isolert er noe ulikt større markeder. Avslutningsvis inneholder kapitlet et avsnitt om hvilke(n) verdivurderingstilnærminger som ville vært relevante for en teoretisk verdivurdering av Perigon AS.

3.1 Verdivurdering i Norge

Ved gjennomgang av teori rundt verdivurdering av selskaper eksisterer det mye generell teori som beskriver verdivurdering generelt. Denne teorien er da basert på store og velutviklede markeder som for eksempel USA. Det er derfor viktig å merke seg at det kan være vesentlige forskjeller fra disse teoriene når en skal gjøre verdivurderinger i Norge (Kaldestad og Møller, 2016). Nedenfor er noen eksempler som forskeren mener er av relevans for verdivurdering av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice:

- *Norge er et lite land med få selskaper i samme bransje.* Det kan skape utfordringer når det er få sammenlignbare selskaper avhengig av tilnærming og det kan være nødvendig å se til utlandet.
- *Norge er en liten, åpen økonomi.* Dersom for eksempel oljeprisen endrer seg kan det resultere i svingninger i valutakursen. Norske selskaper innen oljeservice leverer ofte til utlandet og kan dermed være svært sårbare for slike svingninger.
- *Norge har en råvarebasert økonomi.* Etersom store deler av norsk næringsliv er sterkt påvirket av utviklingen i oljeprisen er Oslo Børs mer konjunktursensitiv enn andre børser. Det gir konsekvenser for beregning av avkastningskravet.

3.2 Metoder for verdivurdering av selskaper

Generelt sett er det å finne verdien av et selskap et stort behov, og det finnes mange ulike anledninger til at man ønsker å finne verdien av et selskap (Thoresen & Dahl, 2012). Noen eksempler er:

- Kjøp og salg av selskaper

- Fusjoner eller fisjoner
- Emisjoner
- Kredittvurdering
- Rettsaker

Det vil som regel være stor usikkerhet rundt resultatet av en verdivurdering og det er ofte grunnet størrelsen av parameterne som blir benyttet. I tillegg vil synspunktet og hensikten med verdivurderingen ha en innvirkning på resultatet (Thoresen & Dahl, 2012). Derfor er det viktig å påpeke at diskusjoner rundt verdivurdering i denne oppgaven har transaksjoner som utgangspunkt, med et mest mulig objektivt perspektiv.

Videre finnes det mange ulike verdivurderingsmetoder. Kaldestad og Møller (2016) har valgt å klassifisere metodene i fem kategorier basert på deres definisjon av verdi som illustrert i figur 5.

Metode	Inntjeningsbasert tilnærming	Markedsbasert tilnærming	Balansebasert tilnærming	Kostbasert tilnærming	Opsjonsbasert tilnærming
Definisjon av verdi	Verdi er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (DCF)	Verdi basert på prising av sammenlignbare selskaper	Verdien er lik det eiendelen kan selges for minus gjeld	Verdien er lik kostnaden ved å anskaffe eiendeler	Fundamentalverdi (DCF verdi) + verdi av særlig fleksibilitet

Figur 5 - Klassifisering av verdivurderingsmetoder basert på definisjon av verdi

Metodene passer til ulike formål og forklares kort i de neste kapitlene.

3.2.1 Inntjeningsbasert tilnærming

Den inntjeningsbaserte tilnærmingen er også kjent som «diskontert kontantstrømsmetoden» eller DCF (Discounted Cash Flow). Kort fortalt beregner man verdien til et selskap ved å finne nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Fremgangsmåten for å gjøre det er følgende:

1. Lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer

2. Estimere et avkastningskrav
3. Diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet

Avkastningskravet må estimeres slik at det tar hensyn til tidsverdien av penger og risiko.

3.2.2 Markedsbasert tilnærming

Mange kjenner den markedsbaserte tilnærmingen som «multiplikatormetoden». Med denne tilnærmingen forsøker man å finne sammenlignbare selskaper som faktisk har blitt omsatt. Det kan være svært vanskelig å finne sammenlignbare selskaper, og det er spesielt tilfelle for norske unoterte selskaper ettersom det ikke er offentlig informasjon. Når man finner sammenlignbare selskaper må man justere for ulikheter mellom selskapet som verdivurderes og de sammenlignbare selskapene.

3.2.3 Balansebasert tilnærming

Ved balansebasert tilnærming fokuserer man på de balanseførte eiendelene i selskapet og hva de kan selges for. Naturligvis forutsetter det at det eksisterer et aktivt marked for eiendelene, eller at det eventuelt er mulig å innhente en takstverdi. Denne tilnærmingen vil normalt sett undervurdere verdien til et driftsselskap ettersom verdien til et slikt selskap ikke ligger i balansen, men i den verdiskapningen de ansatte skaper med sin kompetanse, i relasjonene til kunder og leverandører, i opparbeidede arbeidsrutiner osv.

3.2.4 Kostbasert tilnærming

Når man gjør en kostbasert tilnærming ser man på hva det vil koste å erstatte eller anskaffe eiendelene til et selskap. Denne kostnaden er basert på priser på verdsettelsestidspunktet og i tillegg må det justeres for elde, verdiforringelse og teknisk utvikling. Ta for eksempel et IT-selskap som har utviklet et system. Dersom man estimerer at det tar 5 000 timer å utvikle et tilsvarende system og man estimerer en gjennomsnittlig timepris på 1 200 kr vil verdien på dette systemet være

$$\text{Estimert verdi} = 5\,000 \text{ timer} \times 1\,200 \text{ kr/time} = 6\,000\,000 \text{ kr}$$

3.2.5 Opsjonsbasert tilnærming

En opsjonsbasert tilnærming hensyntar verdien av å besitte en rettighet, men ikke plikt, til å gjøre bestemte tiltak. Det er sentralt at det ikke er en plikt slik at det også medfører en fleksibilitet. Verdien av slike selskaper er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et slik scenario med tillegg av verdien av fleksibiliteten. Et eksempel kan være utvinning av ressurser hvor en tradisjonell inntjeningsbasert metode gir negativ verdi, men ettersom det ikke er noen plikt med rettigheten bør minste verdi være 0. Videre tar man med at prisene på råvarene av ressursen kan stige slik at en utbygging kanskje kan lønne seg i fremtiden.

3.3 Metode for teoretisk prising av Perigon AS

Det er flere faktorer som avgjør hvilken metode som er best når en skal gjøre en verdivurdering av et selskap (Kaldestad og Møller, 2016):

- *Informasjon.* For den inntjeningsbaserte varianten er det nødvendig med informasjon for å gjøre fremtidige prognoser. Det vil i mange tilfeller, og spesielt for unoterte selskaper, være svært begrenset tilgang på denne type informasjon. Selv om forskeren har tilgang til denne type informasjon om Perigon AS er sensitiv informasjonen ikke godkjent internt i selskapet for anvendelse i oppgaven.
- *Tid til rådighet.* Det kan være svært tidkrevende å lage brukbare prognoser, til og med om informasjonsgrunnlaget er tilgjengelig. Dette er spesielt relevant dersom man skal gjøre verdivurdering av store komplekse selskaper.
- *Pålitelighet.* Det er avgjørende hvor høyt krav det er til nøyaktighet i verdivurderingen når man skal avgjøre hvilken metode man skal anvende. I noen tilfeller kan det være tilstrekkelig med et grovt estimat på verdien.
- *Bransje og type virksomhet.* Noen av metodene er uegnet for enkelte bransjer og / eller type virksomheter. Eksempelvis vil hverken den balansebaserte eller opsjonsbaserte tilnærmingen være egnet for en verdivurdering av Perigon AS fordi selskapet ikke har balanseførte eiendeler som det eksisterer et aktivt marked for, og det har heller ingen opsjoner.
- *Selskapets fase.* Hvor selskapet er i livssyklusen vil avgjøre hvilke utfordringer det står over, hvor mange år med historiske regnskapstall som eksisterer, hvordan inntjeningstrendene er og så videre. Som nevnt i [kapittel 2](#) er det tilstrekkelig med historiske regnskapstall for Perigon AS, men ettersom selskapet gikk inn i en ny fase i

2017 vil ikke denne nye fasen reflekteres i de tilgjengelige regnskapstallene. Det vil derfor være vanskelig å inkludere den seneste utviklingen i en verdivurdering som stort sett baserer seg på inntjening.

Basert på informasjon i dette kapitlet og teorien forskeren har blitt eksponert for gjennom mastergraden ville en inntjeningsbasert tilnærming med utgangspunkt i den diskonterte kontantstrømsmetoden vært utgangspunktet dersom en teoretisk verdivurdering av Perigon AS skulle blitt utført.

4 Metode

«Den opprinnelige betydning av ordet *metode* er «veien til målet».» (Kvale og Brinkmann, (2015), s. 140). I denne oppgaven er motivasjonen til forskeren å få forståelse for hva som ligger til grunn når norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen i mange tilfeller blir omsatt for enorme summer. Ettersom inngående informasjon om disse selskapene og transaksjonene som regel er unntatt offentligheten legger denne problemstillingen føring for hvilken metode som må anvendes for å finne «veien til målet».

Problemstillingen handler om et tema allmennheten generelt har begrenset kunnskap om, men hvor enkeltpersoner har inngående kunnskap og erfaring. Som nevnt i kapittel [3 Teori](#) er det dessuten utfordrende å finne detaljert teori om hvordan norske unoterte teknologiselskaper blir analysert og verdivurdert. På dette grunnlag har forskeren valgt å benytte kvalitativ metode i oppgaven og utføre dybdeintervjuer.

4.1 Bruk av dybdeintervju som metode

Ved å utføre dybdeintervjuer av personer som har erfaring med kjøp og / eller salg av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen vil forskeren få anledning til å få personlige perspektiv på prosessene personene har vært med på. Videre har forskeren anledning til å følge opp på mulige tolkninger i detalj.

Det kan være fort gjort å «gå seg bort» under dybdeintervjuer dersom man sporer av i løpet av samtalen og det kan både være en fordel og ulempe. Kvale og Brinkmann (2015) beskriver forskningsintervjuets syv faser i en intervjuundersøkelse, og disse har forskeren anvendt for å kvalitetssikre prosessen. Videre følger de syv stadiene og en kort beskrivelse for hvordan forskeren har fulgt dem.

4.1.1 Tematisering

Forskeren brukte god tid tidlig i prosessen til å gjøre seg opp egne tanker rundt emnet som skal undersøkes. I tillegg til å lese seg opp på generell tilgjengelig informasjon ble det uformelt diskutert med personer som har erfaring på området. Disse personene har erfaring fra lignende prosesser, og det ble naturligvis også diskutert med veileder. Videre ble selve formålet med undersøkelsen formulert slik at det forelå en klar målsetning i forkant av prosessen.

4.1.2 Planlegging

Det ble tidlig brukt mye tid på å identifisere relevante personer for undersøkelsen samt å lage et tidsestimat for prosessen. Det ble laget en liste med 15 kandidater som var aktuelle å intervju. Et informasjonsskriv (vedlegg B) til intervjudeltakerne ble distribuert for å sikre at de hadde tilstrekkelig informasjon i forkant av intervjuene til å både forstå hva intervjuet skulle handle om samt forstå rammene rundt undersøkelsen.

Det ble deretter satt i gang en prosess gjennom eget nettverk for å opprette kontakt med de aktuelle kandidatene og planlegge intervjuene. Kandidatene ble ofte introdusert til undersøkelsen via felles bekjente, og dersom det var aktuelt fikk forskeren kontakte dem direkte. Det ble opprettet kontakt både per epost samt per telefon. Det var påfallende hvor positive de fleste kandidatene var til å stille til intervju.

Ettersom de fem intervjudeltakerne er anonyme skal ikke informasjon som kan bidra til å identifisere dem deles. Det er likevel nødvendig å gi noe generell informasjon om intervjudeltakerne for å kvalitetssikre funnene fra intervjuene. Intervjudeltakerne kan deles i to grupper:

1. Deltakere som har vært med å selge og / eller kjøpe hele eller deler av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice som de selv arbeidet i under transaksjonen.
2. Deltakere som har arbeidet, eller arbeider, i investeringsselskaper som investerer i norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice.

Forskeren har valgt å navngi intervjudeltakerne med nummer fra 1 til 5. Heretter i oppgaven vil det bli referert til ID1, ID2, ID3, ID4 og ID5 hvor ID står for IntervjuDeltaker. Videre følger en kort beskrivelse av de fem intervjudeltakernes relevante erfaring:

ID1: ID1 arbeider per dags dato med investering av risikovillig kapital (venture capital) gjennom investeringsfondet til et stort oljeselskap. ID1 har arbeidet med dette for flere oljeselskaper og har mange års erfaring med kjøp og salg av hele eller deler av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice.

ID2: ID2 arbeider per dags dato for en industriell aktør med kjøp og salg av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice. ID2 har også tidligere erfaring med å bygge opp norske unoterte oljeserviceselskaper og erfaring med å selge disse.

ID3: ID3 arbeider per dags dato i et norsk unotert oljeserviceselskap som ID3 selv var med å starte. Selskapet har vært gjennom en relativ fersk emisjon hvor et investeringsselskap

kjøpte seg opp. ID3 var svært delaktig i denne transaksjonen, og målet er at selskapet skal vokse eksponentielt og selges i løpet av de neste fem årene til en industriell eller finansiell aktør.

ID:4 ID4 har per dags dato flere aktive styreverv i ulike selskaper. Felles for disse selskapene er at de er relativt tidligfase. Ikke alle er oljerelatert, men ID4 har tidligere arbeidet med investering av risikovillig kapital i norske unoterte oljeserviceselskaper gjennom et investeringsfond.

ID5: ID5 arbeider per dags dato i et oljeserviceselskap ID5 var med å grunnlegge, og hvor deler av det senere ble kjøpt av et investeringsfond. Målet for selskapet er fortsatt vekst og at det skal selges i løpet av de neste tre årene til en industriell aktør. ID5 arbeider dessuten med investering i tidligfase selskaper sammen med forretningsforbindelser.

I forkant av intervjuene ble det utarbeidet en intervjuguide (vedlegg A) som listet selve forskningsspørsmålene. Disse var i hovedsak rammen rundt intervjuene og målet gjennom intervjuene, men det var mange andre spørsmål som ble stilt til deltakerne avhengig av hvordan intervjuene utviklet seg.

4.1.3 Intervjuing

Spørsmålene som ble stilt deltakerne var naturligvis avhengig av dere erfaring, spesielt med tanke på hvilken type selskaper de hadde erfaring med. Videre var naturligvis utviklingen av hvert enkelt intervju essensiell for hvilke spørsmål som ble stilt. Det var relativ stor forskjell mellom de ulike intervjuene med tanke på hva det ble fokusert på, men forskeren fikk svar på forskningsspørsmålene fra samtlige deltakere. Det var svært nyttig å ha intervjuguiden for å sikre at det ble en rød tråd gjennom intervjuene og for å sikre at en fikk diskutert hovedtemaene man ønsket å utforske.

Totalt ble fem intervjuer gjennomført, og samtlige ble gjennomført ansikt til ansikt. Samtlige intervjuer ble gjennomført på norsk. Fire av intervjuene ble gjennomført i deltakerens kontorlokaler og ett ble gjennomført i en hotellobb. Antall intervjuer var ikke bestemt på forhånd og opprinnelig var flere intervjuer planlagt. Etter de fem intervjuene ble det derimot tydelig at ytterligere intervjuer sannsynligvis ikke ville resultere i ny informasjon.

For å kunne være fullstendig fokusert på samtalen tok ikke forskeren notater under intervjuene, men hvert intervju ble tatt opp på lydopptaker. Dette var godkjent av intervjudeltakerne.

4.1.4 Transkribering

Å transkribere betyr å transformere, altså at man skifter fra en form til en annen. I dette tilfellet skifter innholdet form fra talespråk til skriftspråk ettersom intervjuene ble tatt opp på lydopptaker. Det er nødvendig å ha intervjuene i skriftlig form for å kunne analysere dem. Det vil være mye av den levende samtalen som vil være vanskelig å overføre til skriftspråk i et intervju, men ettersom lydopptakene er tilgjengelig kan forskeren gå tilbake dersom han er i tvil om en situasjon. Videre er det også samme forsker som utfører intervjuene og som transkriberer dem. Når det dessuten er et ganske begrenset antall intervjudeltakere anser derfor forskeren ikke transkriberingen som en forringelse av analysen av intervjuene.

Arbeidet med å transkribere intervjuene startet rett etter første intervju. En viktig grunn til det var å kontinuerlig lære av de tidligere intervjuene i forkant av de neste. Dermed kunne forskeren identifisere om det var spesielle vinklinger av de enkelte spørsmål som resulterte i mer utfyllende svar enn andre, samt at det kontinuerlig var en «rød tråd» gjennom intervjuene.

Intervjuene varte mellom 37 minutter og 63 minutter. Totalt ble det transkribert 243 minutter med opptak. Gjennomsnittslengde per intervju var omtrent 49 minutter. De fem transkripsjonene ble til sammen 21 250 ord.

4.1.5 Analysering

Det er flere tilnærminger for en intervjuanalyse. Kvale og Brinkmann (2015) beskriver spesifikke analytiske verktøy slik som koding, mening og språk. Videre beskriver de analyser av intervjuer hvor man ikke er avhengig av en bestemt analyseform, men blander ulike metoder og teknikker eller bygger på en generell lesning av intervjutekstene. I det siste tilfellet vil kjennskap til det som analyseres være viktigere enn bruk av analytiske verktøy og / eller teknikker. De omtaler også «bricolage-tolkeren» som beveger seg fritt mellom forskjellige teknikker og begreper, og det er denne tilnærmingen forskeren brukte i intervjuanalysen. Forskeren leste gjennom intervjuene og dannet seg et overordnet bilde før han gikk tilbake til spesielt interessante områder. De forskjellige deltakerne hadde iblant

samme mening om ulike fenomener mens de i andre tilfeller hadde forskjellige meninger, og disse funnene er sentrale i analysene.

4.1.6 Verifisering

Kvale og Brinkmann (2015) beskriver forskningsintervjuets sjette fase som en undersøkelse av intervjufunnenes generaliserbarhet, pålitelighet og validitet. Hvor pålitelig er resultatene og undersøker intervjustudien det den er ment å undersøke?

For å sikre at resultatene i intervjuene er pålitelige valgte forskeren å intervju deltakere fra «begge sider av bordet», altså både kjøpersiden og selgersiden av tilsvarende selskaper. Ved å gjøre det ønsker forskeren å få et nyansert bilde av analysen og verdivurderingen av slike selskaper. Videre var det av stor viktighet å intervju individer med lang erfaring og suksess innen området for å sikre at funnene er pålitelige og gyldige. Hovedspørsmålene og svarene var relativt like i mange av de fem intervjuene og det var påfallende hvor mange funn som ble bekreftet av flertallet uten at det ble stilt ledende spørsmål.

Det er også viktig å gjenta at forskeren selv gjennomførte transkriberingen av samtlige intervju og det dermed ikke var behov for å utføre en kontroll av disse. Det ble utført en kontroll av innholdet mot hver av dem fem intervjudeltakerne hvor de fikk anledning til å gå gjennom anvendt innhold og sitater fra deres intervju.

Kvale og Brinkmann (2015) skriver at «en vanlig kritikk av forskningsintervjuene er at funnene ikke er valide fordi intervjupersonenes informasjon kan være usanne». I etterkant av intervjuene utførte forskeren utvalgte kontroller, hvor det var mulig, med informasjonen som fremkom i de ulike intervjuene. Samtlige av disse ble bekreftet enten av offentlig informasjon eller av en objektiv tredjepart.

4.1.7 Rapportering

Kvale og Brinkmann (2015) beskriver viktigheten av selve rapporteringen av intervjuene. Det vil være forskjellige lesere og derfor vil forskerens valg av skrivestil og litterære virkemidler være avgjørende for hvordan intervjupersonene oppfattes. Forskeren er tross alt en forteller som snakker på andres vegne i denne sammenheng.

For rapporteringen av de kvalitative intervjuene forskeren har gjennomført i denne oppgaven har forskeren fokusert på oppgavens problemstilling som omhandler hvordan norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen blir analysert og verdivurdert. Derfor er det lagt stor vekt på hvilken type verdivurderingsmetode som faktisk blir anvendt og hva som er de viktigste parameterne når slike verdivurderinger blir utført. Forskeren har fokusert på fem gjentakende parametere flere av intervjupersonene beskrev i detalj, og utdypet disse i egne underkapitler.

I tillegg til selve verdivurderingen og analysen dukket det opp interessante poeng gjennom intervjuene. Ett eksempel er viktigheten av hvem som faktisk er interessenten når det blir foretatt en analyse og verdivurdering av et relevant selskap. Dette er avgjørende for hvordan analyser og verdivurderinger blir utført og hva det fokuseres på.

5 Funn og analyse

Som beskrevet i [kapittel 4](#) ble fem intervjuer med relevante individer gjennomført i denne studien. Dataene fra intervjuene ble analysert ved å bevege seg fritt mellom forskjellige teknikker og begreper. Tre hovedtemaer var gjentakende temaer i alle intervjuene og forskeren vil beskrive funnene om disse temaene i detalj i de respektive kapitler. I [kapittel 5.3](#) blir ytterligere fem viktige og gjentakende parametere for verdivurderinger beskrevet i selvstendige underkapitler. De fem intervjuedeltakerne blir omtalt som ID1 – ID5 som beskrevet i kapittel [4.1.2 Planlegging](#).

5.1 Hvem er interessenten?

Det kom tidlig og tydelig frem i studien at hvem interessenten er i en verdivurderingsprosess er av stor betydning. Først og fremst vil ulike interessenter ha forskjellige incentiver for å være interessert i å kjøpe et norsk unotert teknologiselskap innen oljeservice. I grove trekk kan man dele interessentene inn i to hovedkategorier, investeringsselskaper og industrielle aktører.

Videre finnes det ulike type investeringsselskaper som konsentrerer seg om ulike objekter. Man hører ofte om «PE-fond» hvor «PE» står for «Private Equity», altså privat kapital. Det er investeringsfond som opererer med midler som er hentet fra private investorer. Historisk sett konsentrerer disse selskapene seg ofte om modnere teknologiselskaper og ikke nystartede selskaper.

Flere av de store oljeselskapene har dessuten egne selvstendige datterselskaper som investerer i teknologiselskaper. Disse selskapene har historisk sett konsentrert seg mer mot tidligfaseselskaper som har teknologi som er interessant for morselskapet, altså oljeselskapet. Likevel er det som regel ikke tilstrekkelig at teknologien er interessant for oljeselskapet ettersom disse investeringsselskapene er selvstendige selskaper med egne krav til fortjeneste. Dermed må det gjøres fullstendige «business case» for hver investering som tilsier at selskapene har potensiale for vekst slik at en senere kan selge seg ut av selskapet med avkastning. En stor forskjell fra slike investeringsselskaper og PE-fond er at de stort sett kjøper minoritetsandeler i selskaper mens PE-fond ofte kjøper majoritetsandeler. ID1 som arbeider i et oljeselskaps investeringsfond beskrev sammenhengene følgende:

Vi er ikke et Private Equity («PE») selskap, vi er et venture capital miljø. Vi vil aldri kjøpe hele selskaper, men kun investere i en andel av et selskap. Et finansielt PE-selskap kan kjøpe hele selskaper og dermed være en kjøper av våre porteføljeselskaper. Vi ønsker å selge til PE-selskaper. Så hvis du ser på kjøpergruppen til de selskapene som omsettes, altså selges mer enn 50 %, så er det PE miljøene samt industrielle kjøpere representert ved aktører innen serviceindustrien. E&P (operatørselskaper) er ikke naturlige kjøpere av selskaper og konkurrerer dermed ikke med serviceindustrien. Jeg kjenner ingen transaksjoner hvor E&P har kjøpt 100 % av en unik teknologi som konkurrerer med eksisterende serviceindustri.

Næringskjeden, ifølge ID1, er altså slik at selskaper med risikovillig kapital («venture capital») ofte kjøper minoritetsandeler i tidligfase selskaper med ønske om å tilrettelegge for vekst. Når selskapet senere har vokst ihht. strategiske mål ønsker en å selge selskapet videre til PE-selskaper eller selskaper innen serviceindustrien som har fokus på modne selskaper. Disse aktørene er flinke på å drive selskapet til ytterligere vekst og en høyere topplinje. Videre selger PE-aktørene ofte selskapene videre til industrielle aktører eller børsnoterer selskapene som en naturlig exit. ID2 forklarer hvordan ID2 vurderer forskjellen på å selge til PE-aktører versus industrielle aktører:

For det første betaler de (industrielle aktører) best og de er substans til vekst. De er ikke substans til exit, for der er PE selskapene råflinke. De forventer at selskapet de kjøper skal selv vokse selskapet. Den management strukturen som jeg har erfart med PE selskaper er veldig begrenset i forhold til lysten, til å få det til. De har ingen drive effekt og gir ingen medfart.

Videre i intervjuet diskuterer forskeren og ID2 om det er grunnet synergieeffektene at industrielle aktører ofte betaler bedre:

Det trenger ikke være slik, men lysten til å få sin egen bedrift til å bli bra er bedre. Et selskap som skal kjøpe et annet selskap som ønsker å komme seg bredere og lengre inn, har både en egenverdi av det en selv kjøper og det en selv har. Dvs. at $1+1=3$

fordi man får synergierne mellom de to objektene. En PE-aktør vil kun se veksthorisonten i forhold til det objektet en kjøper.

Hvis jeg kjøper et selskap jeg vet der er synergier i, får jeg min verdi, dens verdi og samleverdien. Det er tre verdier. Derfor liker vi mye bedre den modellen.

Industrielle aktører er i mange tilfeller endestasjonen for teknologiselskaper da industrielle eiere ofte implementerer teknologien til det oppkjøpte selskapet inn i sin egen portefølje. For norske unoterte teknologiselskaper vil en industriell oppkjøper i de aller fleste tilfeller være et annet serviceselskap. Slike aktører har først og fremst synergimotiver og ønsker ofte å kjøpe av strategiske årsaker. Dersom de implementerer teknologien i egen portefølje oppnår de synergier som eksempelvis innen innkjøp, reduksjon av interne kostnader og produksjonseffektivisering. De kan videre få fordeler med å være leverandør av det foretrukne utstyr innen et forretningsområde som dermed gir dem en bedre posisjon for resten av porteføljen deres. En annen årsak enn å implementere teknologien i egen portefølje er en strategisk defensiv årsak som å legge ned selskapet og / eller ta teknologien av markedet dersom teknologien er til hinder for annen teknologi i porteføljen. ID4 beskriver dette økosystemet som et puslespill hvor man kan ende opp med å få svært godt betalt dersom man sitter med den manglende brikken. Det kan for eksempel være avgjørende teknologi for å få et større system til å fungere riktig. For forskeren ble det svært interessant å undersøke hvorfor disse selskapene ikke ble solgt direkte til de industrielle aktørene i stedet for å via de finansielle aktørene. På spørsmål om dette svarte ID4 følgende:

Kort fortalt er det for å profesjonalisere selskapet og / eller skalere det opp til et nivå for videre salg, for å tåle å bli solgt til et større selskap. Det er en enorm belastning. PE-fondene er med å akselerere denne prosessen. Det har skjedd flere ganger at industrielle aktører har kjøpt et selskap og så har det visnet fordi det ikke ble prioritert i integrasjonen. Derfor er det en rolle å spille for alle aktørene i dette spillet. Gründere med initiativ, virkemiddelapparatet, engleinvestorer, profesjonelle investorer, de store PE fondene. Det er et økosystem som på sett og hvis fungerer i hop.

Av de fem intervjudeltakerne har to, ID3 og ID5, vært med å grunnlegge selskaper fra starten og vært med i prosessen å selge deler av selskapene ved en senere anledning. For det ene selskapet var det både behov for å hente inn kapital for å finansiere veksten samt å redusere eiernes personlige økonomiske risiko, og for det andre var det ønskelig å selge deler av selskapet hovedsakelig for å redusere personlig økonomisk risiko. Selv om industrielle aktører var interessert ble det i begge tilfellene solgt til PE-aktører. Årsaken til dette var for begge at PE-aktørene kom med det beste tilbudet samt at selgerne da fikk mulighet til å være med på en ny runde med salg etter en planlagt vekst. Både ID3 og ID5 hadde enorm tro på egne selskaper, og det har vist seg at den profesjonaliseringen PE-aktører bidrar med har vært svært verdifull for begge selskapene.

5.2 Verdivurderingsmetode

Gjennom fag og forelesninger i forbindelse med mastergraden har det stort sett vært fokus på diskontert kontantstrøm (DCF) for å gjøre verdivurderinger av prosjekter og selskaper. Dermed trodde forskeren i oppstarten av studien at DCF også var den mest brukte og foretrukne metoden for verdivurdering av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice. For å undersøke om dette også er tilfelle i praksis var verdivurderingsmetode et sentralt tema gjennom de fem intervjuene.

Allerede i første intervju viste det seg derimot at det ikke nødvendigvis er tilfelle. På spørsmål til ID5 om hvilken verdivurderingsmetode interessentene anvendte da de verdivurderte selskapet ID5 var med å grunnlegge svarte ID5 følgende:

Jeg tror nok de som var ute og så på oss benyttet multippelmetoden som den meste gjennomtrengende. Det ser jeg når jeg jobber med andre selskaper også. De lager en xy kurve og finner hvor i risikoområdet du er. Så legger de inn multippel på de forskjellige bransjer eller selskaper, og det varierer med mellom 5 og 30.

Videre bekrefter også ID2 dette på spørsmål om de bruker diskontert kontantstrøms metode eller multippel metode ved verdivurdering av selskaper de selv vurderer å erverve:

Det er kun multippelmetoden. Til syvende og sist er det det. Det kan godt hende du ganger med 50, men da er det basert på en rekke elementer. Det er uansett til syvende og sist en multipl. Alle jeg har vært borti har vært slik. Nå er det mest vanlig med en verdivurdering med «earn-out», og det liker vi. Kapper verdivurderingen noe og legger til earn-out. Da er eierne med fordi de tror på selskapet, og man kan få enda mer dersom selskapet leverer. Det er også en sikkerhet for kjøper. Vi liker det både på kjøp og salg. Da har selger tro på selskapet selv.

Elementene som ID2 nevner i sitt svar om multippelmetoden kommer forskeren tilbake til i neste kapittel [5.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#). Selve konseptet earn-out ble forklart av ID5 på følgende måte:

Earn out er slik at dersom jeg sier jeg skal levere et gitt resultat får jeg ikke den earn-out'en dersom jeg ikke leverer det resultatet. Dersom jeg leverer til gitt resultat får jeg for eksempel x, men dersom jeg leverer over resultatet får jeg x pluss y.

Altså er earn-out en måte å motivere selgerne av et selskap til å levere fremover ved at de får bedre betalt for selskapet sitt. Basert på de fem intervjuene i studien virker det som man liker earn-out når man er på kjøpersiden, men ikke når man er på selgersiden. Utfordringen når man er på selgersiden beskriver ID5 slik:

Det er veldig sjeldent ut fra min erfaring at earn-out har vært en suksess. Dersom du går på en earn-out er det veldig ofte sånn at en begynner å manipulere tall. Da er det ikke lenger selger som sitter i førersetet, men CFOen de har satt inn. Det nye styret ser også at dersom det går bra må vi betale mer, og så kan en ende i retten.

ID4 bekrefter også at det som regel blir brukt multippelmetoden ved verdivurdering av norske unoterte teknologiselskaper, og spesielt for selskaper som er i en tidlig fase ettersom de ofte ikke har oppnådd positiv kontantstrøm. For slike prosesser beskriver ID4 et løp hvor investeringsselskapet beregner at det krever 3-4 ganger det investerte beløpet i avkastning i

løpet av en femårsperiode. Dermed kan man regne seg frem til hvor mye dette tilsvarer basert på beløpet, og så må en se på hva som faktisk må skje for at det skal bli en realitet. Hvordan skal dette selskapet oppnå en tilstrekkelig høy EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations, altså inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger)? Videre forklarer ID4:

Husk at alt dette er kun masse antakelser! Man bygger derfor inne masse konservatisme i estimatene slik at man kan tåle at noe går feil og det for eksempel tar ett år ekstra. Så sammenligner man med lignende selskaper for å finne multipl for å gange EBITDAen med. Da må en for eksempel ha halvparten av selskapet for investeringen. Så bygger du inn litt robusthet på nedsiden, dersom slike selskaper går i bøtta er det verdt null.

Da forskeren spør ID4 om DCF i forhold til multiplmetoden svarer ID4 følgende:

Man kan nok kvalitetssjekke det. Man kan gjøre en DCF på framskrivningene dine, men det blir bare «mumbo-jumbo». Hva skal man bruke som diskonteringsrate osv? Da rigger man seg til med et oppsett som gjør at man garantert tar feil. Hadde du vært trygg på hva fremtidig kontantstrøm skulle være kunne man gjort det med tidligfase også. Men der er viften av utfallsrom så utrolig vid at det blir meningsløst uansett.

ID1 som arbeider med investering av risikovillig kapital for et stort oljeselskap beskriver verdisetting av selskaper gjennom en kombinasjon av DCF metoden og multiplmetoden. Baserer man verdisetting på multipler må en ha trygghet på at de finansielle tallene har 2-3 års horisont og at forutsetningene eksisterer for å regne ut og forstå kontantstrømmene i årene selskapet har vært kommersielt. Da har man sannsynligvis også en formening om fremtidig kontantstrøm. Videre foreligger det en del forutsetninger om parametere forskeren kommer tilbake til i kapittel [5.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#). Basert på disse vurderingene kan man gjøre en multiplvurdering på hva en skal kunne forvente sammenlignet med omsatte selskaper fordi et omsatt selskap ikke vil betale langt utover sine egne multipler ettersom det vil være utvannende overfor egne investorer. Man blir guidet noe av de

multiplene. Dersom et selskap blir tradet for 4-5 på EV/salg og kanskje 10-12 på EV/EBITDA så skal en være ganske sikker om en går opp til styret og ber om å kjøpe et selskap til langt utover de multiplene. Videre forklarer ID1:

Og da kommer neste nivå inn. Uavhengig av disse verktøyene, DCF og multippel, så har du strategisk prising av selskapet. Kjøper og selger har jo for eksempel en klar formening om hvordan du kan forretningsutvikle ditt produkt internt, og da har du en inntektsstrøm fra det produktet du faktisk skal selge, og så har du add-ons. Tilleggsinntekter. Da kan du begynne å tenke prising utover en «kald» prissetting av selskapet. Det er de transaksjonene som er gode når du har en tidlig formening om hvor i matrisen dette selskapet passer hos et annet selskap. Hvorfor dette produktet er så strategisk viktig for andre for å opprettholde en posisjon innenfor det domenet. En tar altså en potensiell lederrolle innenfor det området. Man kan i disse transaksjonene se multipler som ligger over exit multipler basert kun på DCF. Man har også eksempler på teknologisalg som går uten inntekt.

5.3 Viktige parametere i en verdivurdering

Når et selskap blir omsatt har det som regel startet med at selskapet selv ønsker å selge eller at interessenter tar kontakt fordi de er interessert i selskapet. Dersom det er selskapet selv som ønsker å selge kontakter det enten et meglerhus eller tar direkte kontakt med potensielle kjøpere. Dersom det er interessenter som tar kontakt selv starter det ofte med en uformell kontakt og noen samtaler mellom interessenten(e) og selskapet.

Både da selskapet ID3 og selskapet ID5 var med å grunnlegge solgte andeler av selskapet til investeringsfond var det på eget initiativ. Selskapet til ID3 kontaktet selv en del potensielle kjøpere og presenterte forretningen mens selskapet til ID5 kontaktet et meglerhus for bistand med prosessen. Det er naturligvis flere faktorer enn hvem som styrer prosessen som påvirker interessen, men selskapet til ID3 mottok bud fra 4 interessenter mens selskapet til ID5 mottok bud fra 12 interessenter. 4 av de 12 var industrielle aktører, men de ble ikke med videre til runde to. De første budene er indikative bud, altså uforpliktende. Det er en hel del forbehold som videre leder til diskusjoner. Deretter blir en del interessenter sortert ut og man fortsetter prosessen med noen utvalgte. På spørsmål til ID5 om varigheten på prosessen fikk forskeren følgende svar:

Arbeidsom prosess. Først må en sette opp datarom og der skal ALL dokumentasjon. Blir fort tatt på senga dersom noe mangler. Må skaffe seg advokat. Vi hadde også konsulent som var med å lage presentasjoner og satte alt sammen. Tror vi hadde 70-80 møter. Tok enormt med ressurser og tid. Var 2-3 personer som fokuserte på dette hos oss. Startet prosessen i oktober år X, men fant ut vi måtte ordne noen ting først. Så ordnet vi konfliktene. Startet opp igjen i januar år Y og signerte etter 3,5 måneder. Det går nok fort 1 år for en sann prosess, men 6-9 måneder er nok en vanlig tid.

Proessen hvor selskapet som skal selges blir gjennomgått i detalj kalles en selskapsgjennomgang og Due Diligence (DD) på engelsk. Da brukes et datarom som ID5 nevner over. Tidligere var det et fysisk rom hvor all påkrevd informasjon var tilgjengelig, men i dag er det som regel et virtuelt datarom. Dette fysiske eller virtuelle «rommet» inneholder altså relevant informasjon som er påkrevd for at interessenter skal kunne vurdere selskapet. Noen eksempler er kundekontakter, bonusavtaler og patentbeviser. Det er i løpet av selskapsgjennomgangene interessentene utfører selve verdivurderingene og i dette kapitlet fremlegges funnene forskeren gjorde under intervjuene vedrørende viktige parametere i disse verdivurderingene.

I intervjuet med ID1 trekker ID1 frem to sett parametere som setter prisen på et norsk unotert teknologiselskap innen oljeservice. Det ene er ikke-selskapsspesifikke parametere og det andre er selskapsspesifikke parametere. ID1 forklarer det som følger:

Du har begrenset antall kjøpere, altså et ikke-effektivt marked. I tillegg kan kjøperne ha ikke-kommersielle grunner for å kjøpe et selskap. Defensive strategier som for eksempel kjøpe og legge dødt eller proaktive strategier for å sikre lederskap innen et teknologiområde. Kjøper kan da betale en pris som er ut over de parameterne som er i selskapet, selskapsspesifikke parametere. Exit prisen kan da til slutt være drevet av helt andre argumenter. Prisen kan bli dratt ned fordi du har få kjøpere, altså at likviditeten i exit markedet er veldig lav. Eller så kan den gå opp fordi det er overraskende strategier (defensive / proaktive), konkurransevridende grunner til å kjøpe.

I de fem underkapitlene i dette kapittelet beskriver forskeren de selskapsspesifikke parameterne, sett bort fra økonomisk resultater, som gikk mest igjen gjennom intervjuene. Det er disse som er mest relevante i denne studien ettersom disse kan direkte påvirkes av ansatte i et aktuelt selskap for å drive verdien til selskapet opp.

5.3.1 Personene

Under samtlige fem dybdeintervjuer utført i denne studien var det påfallende hvor uavhengig samstemte intervjudeltakerne var om hvor viktige personene i nøkkelroller i selskapet som blir verdivurdert er. På spørsmål til ID4, som har lang erfaring med å vurdere investeringer, om hva man ser etter når man vurderer et selskap man har fått interesse for er svaret følgende:

Teamet. Teamet, teamet og teamet. Det er nr. 1, 2 og 3. De gangene det har gått skikkelig gale er når du har forelsket deg i teknologien og tenkt at teamet fikser man. Det går aldri bra. Man må starte med et team som funker og så kan man alltid fikse teknologien.

Videre svarer ID4 følgende på spørsmål om hvordan man vurderer teamet:

Det er subjektivt. Man må ha kjemi og ville det samme. Man må være enige om hvor man vil hen med selskapet ettersom de gir fra seg mye kontroll når de tar med seg institusjonelle investorer. Man må videre vurdere teamet som en headhunter gjør. Iblant brukte vi headhuntere til å gjøre en subjektiv vurdering med sine metoder, ved større investeringer. Videre ser jeg på historien deres, rykte, referanser. Forsøker å unngå at det skal være basert på flaks. Hvem har de jobbet med før? Helst referanser du ikke har fått av dem.

ID1 som per dags dato arbeider med å investere risikovillig kapital for et stort oljeselskap svarer følgende når det gjelder analyse av teamet:

Ser jeg på erfaring fra due diligence (DD) prosesser, så hender det ofte at man feilvurderer kvalitet og gjennomføringsevnen til management teamet. I en DD-prosess kan man ha et fornuftig forhold til markedet, til forretningsmodell, til inntektsmodell og til leveransemodell. Ofte kan det være vanskelig å vurdere risikobildet i teknologiutvikling og engineering-biten, altså produktifiseringen.

Som tidligere beskrevet om ID4 og ID1 så har de lang erfaring med investeringer i selskaper på vegne av investeringsselskaper. ID3 og ID5 ble derimot intervjuet grunnet deres erfaring fra prosessen når selskapene de var med å grunnlegge ble delvis solgt til investeringsselskaper. ID3 kunne blant annet fortelle at personer med nøkkelroller og eierskap i selskapet hadde møter med psykologer som presenterte interessentene under selskapsgjennomgangene. Videre svarte ID3 følgende på spørsmål om hva investeringsselskapet fokuserte på når de vurderte selskapet deres:

Helt klart, dette med teamet tror jeg er helt essensielt. Hvis jeg skulle investert i et selskap i dag er det svært viktig at de som er bak det har gjennomføringskraften og driven til å få det til.

ID5 bekrefter det samme på spørsmål om hva kjøperne var opptatt av å beholde av kompetanse etter oppkjøpet:

De ønsker kontroll, men så vil de gjerne ha organisasjonen. Og det er et annet element de vurderer, hvilket inntrykk har de av organisasjonen, kompetansen, måten vi driver på osv osv. Det var et krav at jeg ble i selskapet som CEO en gitt periode.

ID2 som per dags dato arbeider for en industriell aktør med kjøp og salg av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice uttalte følgende om hvor viktig personene i et selskap er:

En annen ting er intervjuene med objektene, altså ressursene våre. Både ved kjøp og salg. De er nøkkelen til alt. ALT betyr bare mennesker. Jeg er overbevist at dersom du har de rette menneskene kan du gjøre hva som helst. Det er bare det det betyr. Resten er bare tall, og tall kommer som en effekt av at folk presterer. Det er utrolig viktig å se på hva myke og harde assets du har i en verdivurdering, i hvert fall de myke. Da mener jeg alle nøkkelrollene så du er sikker på det ikke er noen lik i lasten. Intervjurundene er ekstremt viktige i verdivurderingen for oss. Finne ut hva som bor i folk, hvordan de tenker, hvordan teamet fungerer. Det er nøklene til at vi kjøper eller selger.

På spørsmål om hva de ser etter og hvordan de finner ut om personene har de rette egenskapene får forskeren følgende svar fra ID2:

Du må ha kremmerne. De leter vi alltid etter. Ikke entreprenørene, ikke de som kan flinke ting, men kremmerne. Og det gjelder i alle nivå. Kremmere er folk som kan tjene penger og som solgte aviser når de var 10 år. En mann på 40 som aldri har solgt aviser kan ikke være kremmer. Vi begynner der og stiller spørsmål. Hva har du skapt? Har du solgt syltetøy og bær? Hva har du holdt på med? Første vi spør om. Så enkelt og elementært. Det viser at det er tak i noen. Har du tjent penger på noe? Hvordan tenker du? Hvordan styrer du økonomien din? Har du det greit med deg selv? Har du penger i slutten av måneden? Vi kan ikke sette en mann til å styre et 90 MNOK prosjekt hvis han ikke har styring på lønnen sin. Kommer ikke på tale. Og det vil du se gjengs på alle oss som er kremmere på et litt annet nivå. Det er bare å tjene 10 % på det du omsetter, samme hva det er. Det er «cluet» med alt som handler om business. Tjene på det, gjøre kunder og leverandører ekstra gode, guide de og alltid ligge et hestehode foran. Så blir du kremmer.

5.3.2 Teknologi

Ettersom studien handler om norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice er det klart at teknologi er en av fellesnevnerne for disse selskapene. Dersom disse selskapene ikke hadde hatt en teknologi av interesse hadde det sannsynligvis ikke vært noen verdier. Selskapet som

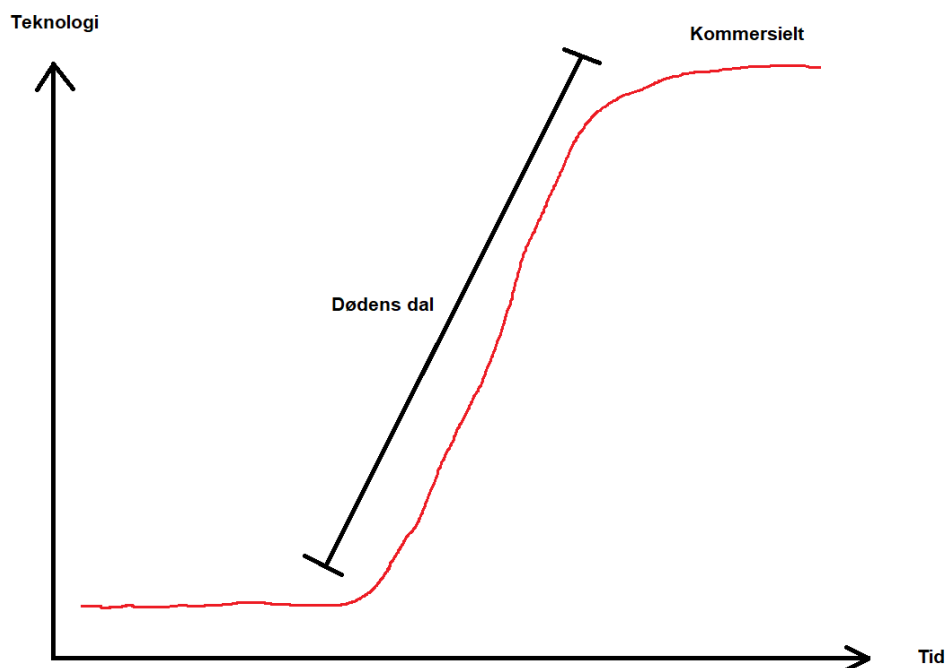
ID3 var med å starte og fortsatt arbeider i ble startet med en gitt teknologi som utgangspunkt. I dette tilfellet hadde et oljeselskap en spesifikk teknisk utfordring som selskapet etter mye testing klarte å løse. Det ledet til en relativt stor ordre fra oljeselskapet og dermed var de i gang. Det at de allerede hadde et stort oljeselskap som kunde og det var bevist at teknologien hadde «livets rett» var svært viktige parametere for investeringselskapet som kjøpte en andel av selskapet. I selskapsgjennomgangen er det vanlig at interessentene anvender konsulentselskaper til å undersøke hvor stort markedet er for teknologien, hva eksisterende og potensielle kunder syns om teknologien. Videre var det også essensielt at denne teknologien var beskyttet i form av patenter, og det er også en gjenganger i intervjuene. I selskapsgjennomgangene blir patenter gjennomgått med tanke på hvor sterke de er og i hvilke regioner de gjelder. ID3 svarer følgende på spørsmål om hva som ble fokusert på når en interessert part kartla teknologien i selskapet:

IP er veldig viktig, og der har vi gjort en god jobb. Videre er det det at vi har klart å adaptere teknologien til å fungere innen andre serviceområder og som andre produkttyper. Det er viktig. Så er det track record direkte fra sluttkunde / operatørselskap. Så er det selvfølgelig at vi har kjørt mye utstyr i brønner rundt om i verden.

ID5 bekrefter dette på spørsmål om hva som var gjenganger for hva de 12 interessentene fokuserte på når de forsøkte å sette verdi på selskapet deres:

Jeg tror det at det er IP som er spredd rundt i de markedene, eller områdene, som vi mener er de viktigste. At teknologien virker. At det er anerkjennelse blant kundene. Vi har gjort mye arbeid med å få input fra brukerne. I starten hadde vi en kunde og nå har vi 18 store operatørselskaper som kunder rundt forbi i verden. Jeg tror vurderingen de som bydde på oss gjør er at de går til store konsulentselskaper og spør om disse markedene. Er det riktig det de sier om disse markedene? Så er det ja, tja eller nei.

Det er derimot ikke alltid selskapene har ferdig kvalifisert teknologi når de blir verdivurdert. ID5 illustrerer tidsløpet rundt teknologiutvikling med figur 6. Man arbeider med teknologien til man får testet at det virker. Da trengs en pilotinstallasjon for å komme videre. Dersom man ikke kommer seg forbi det man kaller «dødens dal» går selskapet under. Derfor må man ha en kunde, eller noen kunder, som drar deg gjennom og bidrar med en pilotinstallasjon. Og det må være verdiskapende. Man må ha tro på at du kommer opp dit, ellers har du ikke sjans. Det er faktisk så kritisk at det kan være avhengig av en person alene hos kunden som er en ambassadør for teknologien.



Figur 6 - Tidsløp for teknologiutvikling

ID1 utdyper dette videre med at hvor langt i utviklingen teknologien er hører tett sammen med risikoen, men dette kommer forskeren tilbake til i kapittel [5.3.3 Risiko](#).

Investeringsfondet ID1 arbeider i har alltid en 12 måneders rullerende milepølsplan for teknologiutviklingen i selskaper de har investert i. Hvordan disse milepølsplanene ser ut avhenger veldig av hvilken type teknologi selskapet driver med, men det er avgjørende å være tidlig i dialog med potensielle kunder for å få tidlig tilbakemelding. ID1 blir stadig overrasket over mangelen på dette perspektivet hos ledelsen i selskaper de er interessert i. Mange

arbeider med teknologien altfor lenge før de går ut i markedet og får tilbakemelding. Det er ekstra overraskende ettersom fremtidige kunder som regel er interessert og det som regel er mulig å få møter med dem ettersom samtalene ikke er forpliktende. Dette elementet er ofte ikke inkludert i presentasjonene de får presentert. Det er også svært viktig at teknologien har et betydelig og globalt marked, og ikke er relevant kun for en spesiell region.

ID2 som arbeider for en industriell aktør med kjøp og salg av norske unoterte selskaper beskriver for deres del viktigheten av unik teknologi som ikke kan kopieres. Med det har man et meget sterkt fortrinn og selskapet ID2 arbeider for fokuserer ofte på det i første omgang ved interesse for et teknologiselskap. ID2 mener derimot at den unike teknologien kun har et fortrinn en begrenset periode. ID2 forklarer viktigheten av å utnytte fortrinnet slik:

Vi utvikler selv, og har to års fortrinn når vi er ferdig å utvikle og det er lansert. Da må vi mate alt utav det fordi det er da dødt. Da har alle tatt oss igjen. Noen varer lenger, men stort sett er det to år.

Videre forteller ID2 om eksempler hvor selskapet har brukt 2,5 år på utvikling, og investert 12-15 millioner kroner uten noen fortjeneste, for å utvikle unik teknologi. Likevel er ikke dette arbeidet verdt noe annet enn på papiret før en faktisk har fått det til, men ettersom en har stor tro på forretningsplanen bak det er de villige til å investere tungt i teknologiutviklingen.

5.3.3 Risiko

Risiko er den tredje selskapsspesifikke parameteren som var gjennomgående i de fem intervjuene. Når det gjelder risiko er den gjeldende innen flere områder for et selskap som skal verdivurderes. Man må evaluere risiko når det gjelder teknologi, kommersielt, økonomi, personene i selskapet, fremtiden, selskapspresentasjonen med mere. Det er viktig å merke seg at risikoprofilen vil være svært avhengig av hvilken fase selskapet er i både teknologisk og kommersielt.

ID1 som arbeider mye med investeringer i selskaper som ofte er i en tidlig fase, både teknologisk og kommersielt, hadde påfallende stort fokus på risiko gjennom intervjuet. Ettersom selskapene de investerer i ofte er tidlig i teknologiutviklingen har de stort fokus på å forstå risikobildet rundt teknologien best mulig. Når de skal selge selskapet videre er det viktig at de har eliminert teknologirisikoen slik at kjøper kan skalere og sette teknologien rett inn i egen portefølje og egne budsjetter. Denne risikoen gjør at selskaper slik som ID1 arbeider i, som investerer risikovillig kapital, har helt andre krav til avkastning enn investeringsselskaper som investerer i selskaper som er i en senere fase med lavere risiko. Selskapet til ID1 vil ifølge ID1 ha krav rundt 5-10 ganger investeringen mens et selskap med fokus på selskaper i en senere fase vil ha et krav rundt 3 ganger investeringen. ID1 mener videre at det er overraskende lavt fokus på risikobildet til teknologiutvikling i styrerom:

Det har overrasket meg gang på gang hvor lite fokus det er i styrerommet på en risikovurdering av teknologiutviklingsløpet. Det presenteres gang på gang planer, utfordringer, forsinkelser, uten at styret egentlig er klar over hva som ligger i risikobildet.

På spørsmål om hvorfor ID1 tror det er slik svarer ID1 følgende:

Det er flere faktorer som spiller inn her. Det jevne styret tror jeg føler at en går veldig mye i detaljer dersom du diskuterer mot daglig leder, som har «second opinion» etter å ha pratet med han som er teknologi- eller prosjektansvarlig. Det er vanskelig å gå i detaljdiskusjonen med daglig leder i styrerommet, det er en ting. En annen ting er at styret ikke har lagt opp til god nok rapportering på risikoelementene i teknologiutviklingen. En rapportering til styret i et tidligfase selskap bør inneholde mer enn tidsplanen, hva som skal gjøres, hvor vi er, hva som gikk galt og hva som gikk godt. Den bør også inneholde en vurdering av hvilke deler av teknologiutviklingen som er krevende samt en risikovurdering av disse. Dette kan også avklare om teknologien ikke kan utvikles grunnet fundamentale grunner (begrensninger som settes innen fysikk, kjemi eller lignende), eller ikke kan utvikles grunnet krav til produktets størrelse, design osv. Den detaljerte tilnærmingen til risikobildet i teknologiutvikling

ser du svært sjeldent, og det er noe man forsøker å løse gjennom å hente en tredjepart inn for å gjøre en full gjennomgang av teknologiplanen, full gjennomgang av risikoene og utfordre prosjektleder / CTO (dersom eksisterer) slik at daglig leder og dermed styret har en «second opinion» i tillegg til intern vurdering av risikobildet. Det er ikke nødvendigvis for å utfordre CTO, men for å få sikret mer kunnskap potensielt inn i utviklingen. Styret trenger kanskje ikke mer enn en slide, en fargekodet matrise over de største bekymringene i teknologiutvikling, for å ha fokus på det. Jeg tror styret er i stand til å håndtere det riktig dersom det blir rapportert riktig. På teknologi er det altså hvor man ofte bommer i vår fase. Bommer man innenfor dette område kan det ofte være vanskelig å endre. Selskapet er også ofte helt avhengig av at teknologien utvikles. Hvis du bommer på noen i ledergruppen eller de ansatte så kan man derimot håndtere dette på en fornuftig måte.

ID4 som har erfaring fra investeringsfond mener det er en naturlig utvikling for et fond å gå fra risikovillig kapital og mot mer vekstkapital. Da har man ofte utviklet et større fond og har behov for å sette mer penger «i arbeid», og det er enklere å gjøre i modne selskaper enn i nystartede. Mye av årsaken til det er, ifølge ID4, at det er mindre risiko og at det dermed er mer komfortabelt å investere mer penger i et slikt selskap. Det er også mye mindre arbeid med slike investeringer nettopp fordi det er mer modne selskaper.

En måte å håndtere risiko på for kjøpere av selskaper i tidlig fase med større risiko er å inkludere «earn-outs» i kjøpet. Da vil man fordele risikoen mer over på selgersiden også. Dersom selskapet leverer som det estimerer vil selgerne få bedre betalt for selskapet. Som nevnt tidligere er «earn-outs» ofte likt av kjøpersiden, men ikke selgersiden.

Under samtale om investering og risiko uttalte ID5 følgende:

Risikoelementet i alt du holder på med er viktig å vurdere.

Som tidligere nevnt i kapittel [5.2 Verdivurderingsmetode](#) uttalte ID5 følgende i diskusjon rundt vurderinger av selskaper:

Det ser jeg når jeg jobber med andre selskaper også. De lager en xy kurve og finner hvor i risikoområdet du er. Så legger de inn multippel på de forskjellige bransjer eller selskaper, og det varierer med mellom 5 og 30.

Altså er risikovurdering grunnleggende når det gjelder verdivurderinger, og spesielt med hensyn til hvilken fase selskapet man vurderer er i. På spørsmål om hvilken fase selskapets er i spiller stor rolle når det verdivurderes svarer ID5:

Stemmer, og der er du inne på risiko igjen. Og det er noe du må ta med i risikobildet når du vurderer noe. Når du er forbi dødens dal har du teknologi du kan gå ut å si du har kjørt for den og den, det virker og det vil virke for deg også. Du skal kjøpe det pga. de elementene der. Da er du inne på marked og kommersialisering.

5.3.4 Kundeliste og kommersiell historikk

Det kommer frem i alle intervjuene at kundeliste og kommersiell historikk er av stor betydning når et selskap skal verdivurderes. Dersom selskapet allerede har levert produkter eller tjenester til en kunde har de allerede bevist at det faktisk eksisterer et behov for teknologien og at kunden faktisk er villig til å betale en gitt sum for produktet eller tjenesten. Helst skal det også eksistere kontrakt med disse kundene. Eksempelvis da selskapet ID3 arbeider i gikk ut i markedet for å finne investorer fikk selskapet stor interesse. ID3 selv mener en av de største årsakene til interessen samt grunnlag for verdivurderingen er at selskapet allerede hadde gjennomført en stor ordre til et stort globalt oljeselskap:

For å si det sånn så tror jeg en stor grunn til at de åpnet lommeboken var fordi vi allerede hadde closet et salg med et stort globalt oljeselskap.

Verdsettelsesmessig så de nok på den store ordren og det store årlige salgspotensialet i verden, vi har et unikt produkt. Så brukte de et amerikansk selskap som gjør en marked intelligence undersøkelse ved å ringe rundt til operatører osv. for å spørre konkret om produktet. Da kom det en 80 siders rapport i retur, og den var strålende.

Jeg mener at 9 av 10 gjennom 30 intervjuer skrøt produktet opp i skyene og mente potensialet var enormt. Det var derfor ikke mer å tvile på.

ID5 bekrefter at det samme gjaldt for selskapet ID5 arbeider i når de solgte deler av det. Interessentene fikk bekreftet det selskapet selv hadde presentert vedrørende eksisterende kunder og kommersiell historikk. Dette gjaldt spesielt antall kunder, kontrakter og at kunder var interessert i å betale et lønnsomt nivå for produktet eller tjenesten. ID1 som arbeider med investering i relevante selskaper nevner også at det er en vesentlig milepæl om selskapet de vurderer faktisk har gjennomført salg. Dersom selskapet de vurderer er noe modnere ser de på om selskapet har solgt til en liste av nøkkelt kunder slik at man kan oppnå en markedsforståelse og dermed potensiale for vekst fremover.

På spørsmål om hvorfor det kan ha stor verdi for en potensiell kjøper at man allerede har bevist at produktet eller tjenesten har fungert for en kunde svarer ID4 følgende:

Hvis du har bygget deg frem og vist at det virker med en kunde, vil det for noen andre som har hele distribusjonen sin liggende klar være av mye større verdi enn det er for deg. Du må jo bygge opp hele distribusjonen dersom du skal selge til alle de kundene som de andre selger til. Stor verdi kan skapes med at du har et produkt som passer veldig godt med det andre du holder på med. Det er den andre modusen du kan skape verdi på. Med å ta inn den teknologien kan de bare spre det ut til alle de andre kundene sine. Da får du ofte bedre betalt enn du selv ville vært villig til å betale. De har en up-lift. Dersom de har distribusjon i hele verden og dette passer inn uten videre integrasjonsproblemer, da kjøper de det. Da er det mer verdifullt dersom de sitter på toppen i stedet for at du skal selge til en og en. Vi pleier å kalle det strategisk.

Under diskusjon om viktigheten av å involvere kundene tidlig uttalte ID1 følgende:

Den viktigste overraskelsen er at veldig få selskaper etter tre år har fast forward nye fem år, rett og slett bare hypotesemessig. Ha et ferdig kommersielt produkt. De har

tenkt løypa med fire kunder og presentert om så bare en powerpoint av produktet og fått tilbakemelding på om dette, som kommersielt ferdig utviklet produkt, ser bra ut. Eller som kommersielt ferdig produkt så har det disse utfordringene. Tilbakemelding fra en slik customer user group tidlig. Der blir jeg overrasket over at en skal sitte på bakrommet og jobbe jobbe og så er en livredd for å gå ut og markedsføre noe som ikke er 100 %.

Det vil altså si at mange teknologiselskaper ikke går i dialog med sine potensielle kunder tidlig nok. I en verddivurderingssituasjon kan det være svært begrensende ettersom interessenter naturligvis er opptatt av at det faktisk eksisterer en kundemasse som sannsynligvis kommer til å betale for tjenesten eller produktet. Ved å involvere denne kundemassen tidlig vil man både utvikle teknologien i riktig retning, men man vil også få bekreftet at det eksisterer et kommersielt potensial for den.

5.3.5 Magefølelse

På intervjudeltakernes initiativ dukket ordet «magefølelse» opp i fire av fem intervjuer forskeren utførte i denne studien. Den gjentakende uttalelsen er at det til syvende og sist er magesfølelsen som avgjør om det føles rett eller ikke, selv om magesfølelsen ikke alltid er riktig. I de fire intervjuene hvor magesfølelsen ble nevnt handler det både om når avgjørelsen skal tas for å investere i eller kjøpe et selskap samt når avgjørelsen skal tas for å selge hele eller deler av et selskap. Det ble spesielt ofte nevnt av intervjudeltakerne med lang erfaring innen kjøp og salg av selskaper. ID5 forteller eksempelvis hvordan de til syvende og siste avgjør om de skal investere i et selskap eller ikke:

Og dette går jo på risiko, alt dette her. Risikoelementet i alt du holder på med er viktig å vurdere. I vårt investeringsmiljø er vi veldig mye på magesfølelse. Der sitter det utrolig mange som både har kjøpt og solgt bedrifter i 10-20-30 år. Da må man stole på magesfølelsen, selv om denne kan være feil. Når du har hørt en presentasjon må man kjenne etter om det smaker. Er man med på historien? Minimum 50 % av oss skal si ja for at vi blir med på noe, og vi har noen ganger sagt nei når vi er på 50 % grunnet grad av usikkerhet.

ID4 beskrev hvordan man justerer verdien til et selskap noe ut fra magefølelse etter at man har utført de formelle verdivurderingene. ID3 beskrev hvordan de til syvende og sist gikk etter magefølelsen når de bestemte seg for investorer i selskapet. ID2 bruker magefølelsen både når den endelige avgjørelsen skal tas om salg av selskaper, om kjøp av selskaper og når personer i et selskap skal vurderes. I hele tre uavhengige deler av intervjuet uttaler ID2 følgende:

Det er magefølelsen som til syvende og sist avgjør.

6 Diskusjon

Forskeren har valgt å dele opp den generelle diskusjonen av funnene fra intervjuene i underkapitler som representerer de respektive tre hovedtemaene presentert i kapittel [5. Funn og analyse](#). Videre følger underkapitler med diskusjon av Perigons status i forhold til funnene, funnene i forhold til forskningsspørsmålene, betydningen av funnene og hva som kunne blitt gjort annerledes. Oppgavens problemstilling er:

«Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen?»

Forskningsspørsmålene som dannet grunnlaget for intervjuene, og som forskeren ønsker å få besvart i studien, er følgende:

- Hvordan analyserer du / dere unoterte selskaper?
- Hvordan påvirker vurderingen om det er et oppkjøpsfond eller et annet oljeserviceselskap som vurderer selskapet?
- Hvilke andre faktorer er det som vektlegges når slike selskaper verdivurderes?

Gjennom intervjuene var forskeren opptatt av å ha problemstillingen som et fundament når de ulike emnene ble diskutert. Det var altså med fokus på selve selskapsanalyser og verdivurderinger av relevante selskaper de ulike emnene ble diskutert. Det er også hovedfokuset gjennom dette diskusjonskapittelet.

6.1 Hvem er interessenten?

Når man skal analysere og gjøre en verdivurdering av et norsk unotert teknologiselskap i oljeservicenæringen spiller det altså en stor rolle hvem interessenten er. Hvem interessenten er vil igjen være avhengig av hva eier(ne) av selskapet faktisk ønsker videre med det. Hvorfor vurderes det å få andre investorer involvert eller hvorfor blir selskapet vurdert solgt? Ønsker en å selge deler av selskapet for å redusere personlig økonomisk risiko eller ønsker man å

akselerere vekst og har dermed behov for både kapital og bistand til å profesjonalisere selskapet? Ønsker eier(ne) å være involvert videre eller vil de trekke seg helt ut? Disse spørsmålene vil være av stor betydning for hvilke interessenter som er aktuelle og spørsmålene må naturligvis besvares før man eventuelt setter i gang en slik prosess. Som det kommer frem i samtalene vil ikke alle typer interessenter være aktuelle dersom man ønsker å selge en andel av selskapet for å akselerere vekst. Det samme gjelder dersom man ønsker å selge hele selskapet.

Videre vil hva man faktisk tilbyr også være en viktig faktor for hvem som kan være interessert i å investere eller kjøpe selskapet. Sitter man på den siste puslebitten en industriell aktør mangler for å kunne fullføre et system eller tilby en totalpakke? Har man en teknologi som er kommersiell og som en industriell aktør kan sette rett inn i egen portefølje? Eller er man kanskje i slutfasen av et utviklingsprosjekt og behøver kapital for å fullføre? I mange tilfeller vil ikke en industriell aktør være interessert dersom man ikke har noe som er kommersielt. Det er også stor forskjell på finansielle aktører med hensyn til hvilken fase selskapet som analyseres er i. Dersom selskapet er i en tidlig fase og driver med teknologiutvikling vil det i mange tilfeller kun være selskaper som investerer risikovillig kapital som er aktuelle. Dersom den største risikoen er tatt ut, selskapet er kommersielt og i en vekstfase vil investeringsselskaper med fokus på modne selskaper være mer aktuelle.

Basert på samtalene virker det ikke som det er en spesifikk type interessent som betaler best eller som man foretrekker når man skal selge fordi det er helt avhengig av selskapet som skal selges. Eksempelvis mener ID2 at en industriell aktør ofte betaler bedre fordi man ofte oppnår synergier mellom de to objektene, men det er naturligvis forutsatt at det faktisk er synergier mellom disse objektene og at selskapet er interessant for en industriell aktør. ID3 og ID5 som har solgt deler av selskapene de har vært med å grunnlegge, og som de fortsatt arbeider i, endte med å selge til investeringsselskaper. For deres del var det fordi investeringsselskapene betalte best og fordi de da kan være med å selge selskapet en gang til etter en vekstperiode. Det er altså rimelig å anta at disse solgte for å sikre seg noe økonomisk privat uten å måtte selge hele selskapet. Det kom også frem i intervjuene at de hadde enorm tro på selskapet og teknologien, og da er det naturlig at de ønsker å fortsette å være med på «reisen».

Gjennom arbeidet med studien har det blitt tydelig for forskeren at norske unoterte selskaper innen oljeservicenæringen bør ha et bevisst forhold til et potensielt salg av selskapet selv om det ikke behøver å foreligge et konkret ønske om å selge det. Ved å ha en salgsstrategi blir man ikke «tatt på sengen» dersom noen interessenter plutselig skulle melde sin interesse og

man blir bedt om å tilgjengeliggjøre nødvendig informasjon. Videre vil en slik strategi også bidra til at man arbeider mot de konkrete målene som vil gjøre selskapet attraktivt. Disse parameterne diskuteres ytterligere i kapittel [6.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#). En slik salgsstrategi vil også bevisstgjøre eier(ne) om man primært ønsker å selge hele selskapet på et punkt eller om man kun ønsker å selge deler av det.

6.2 Verdivurderingsmetode

Før forskeren startet denne studien var oppfattelsen at det stort sett var den diskonterte kontantstrømsmetoden som ble anvendt når selskaper skulle verdivurderes. Gjennom studien ble det tidlig avdekket at dette ikke nødvendigvis var tilfelle. De fleste intervjudeltakerne mente det stort sett var multippelmetoden som ble anvendt ved verdivurdering av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice. De av intervjudeltakerne som hadde erfaring med investering av risikovillig kapital hadde i noen tilfeller anvendt den diskonterte kontantstrømsmetoden for å gjøre en kvalitetssjekk av multippelmetoden, eller anvendt en kombinasjon av de to. Når det er industrielle aktører som er interessert kan det være svært relevant å merke seg at de sjeldent er villig til å betale mer enn sine egne multipler ettersom det vil være utvannende for selskapet. Denne informasjonen kan være svært nyttig dersom man har en formening om konkrete industrielle aktører som er interesserte dersom man har tilgang til informasjonen som kreves for å finne multiplene. Når multippelmetoden anvendes er det en rekke parametere som er med på å sette størrelsen på multippelen. Disse parameterne blir diskutert i neste kapittel.

Flere av intervjudeltakerne nevnte også earn-outs som en del av verdivurderingen. Da setter man altså fremtidige resultater som en betingelse for hvor stor kjøpesummen faktisk blir. Fordelen for kjøper er at man reduserer risikoen for transaksjonen mens man på den andre siden øker risikoen for selger. Det kan likevel tenkes at dersom selger har stor tro på selskapet er det sannsynlig at selger vil få bedre betalt dersom selskapet faktisk leverer i henhold til earn-out modellen enn dersom man ikke skulle anvendt earn-out. Det kan også tenkes at kjøper kan bli urolig for om det ligger noe bak dersom selger ikke skulle gå med på en earn-out modell. Et vesentlig poeng med earn-out er derimot at de ulike interessentene kan ha incentiver for å få resultatene i årsrapporter til å fremstå bedre eller dårligere.

Som nevnt i kapittel [5 Funn og analyse](#) kan man anse markedet for kjøp og salg av norske unoterte teknologiselskaper for et ikke-effektivt marked ettersom det er et begrenset antall

kjøpere. Hvis selskapet som blir verdivurdert har en unik teknologi, som er den manglende puslebiter i puslespillet, kan interessenter anvende strategisk prising av selskapet. Da kan man forvente multipler som er langt utover vanlige multipler ettersom teknologien har en betydelig større verdi for interessentene enn kun den isolerte verdien. Forskeren antar at det kan ha vært tilfelle i flere av transaksjonene forskeren referer til i kapittel [1.1 Motivasjon for valg av problemstilling](#), hvor det refereres til at det ofte virker som at norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen ofte blir omsatt for enorme summer som i utgangspunktet ikke står i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene.

6.3 Viktige parametere i en verdivurdering

I kapittel [5.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#) beskriver forskeren de fem selskapsspesifikke parametere, sett bort fra økonomiske resultater, som gikk mest igjen i intervjuene som svært viktige for en verdivurdering av et selskap. Disse parametere er personene, teknologi, risiko, kundeliste / kommersiell historikk og magesfølelse. Dette er altså parametere en kan påvirke dersom man arbeider i et selskap som skal verdivurderes.

Som nevnt var dette parametere som gikk mest igjen i de ulike intervjuene, men det var likevel noen variasjoner. Blant annet mener ID4 at den desidert viktigste parameteren er teamet og at man kan «*alltid fikse teknologien*». ID1 mener derimot at de ofte «bommer» på teknologi i deres fase og at det kan være vanskelig å endre. Dersom du «bommer» på noen i ledergruppen kan man «*derimot håndtere dette på en fornuftig måte*». Begge disse intervjudeltakerne har sin erfaring fra å investere risikovillig kapital, men kan det tenkes at de har hatt ulike utfordringer knyttet til selskaper de har investert i? Forskeren kan se for seg at dersom en har en dårlig erfaring med en parameter vil det fort være den parameteren man mener er den mest utfordrende. Altså er det sannsynlig at en blir påvirket av erfaringene en gjør seg. Det er jo klart at man behøver teknologi for at et teknologiselskap skal kunne bli til, men så avhenger det vel av selve teknologien hvorvidt man kan gjøre vesentlige endringer til den dersom det oppstår problemer.

Historisk sett virker det som at enkelte personer går igjen som suksessfulle gründere og næringslivsledere, og det er tenkelig at det ikke er tilfeldig. Dersom det ikke er tilfeldig er det ikke overraskende at det er av stor betydning hvem personene involvert i selskaper som analyseres og verdivurderes er. Med involvert menes ansatt, sitter i styret eller har eierskap til selskapet. Gjennom intervjuene dukket det opp mange egenskaper som var viktige når man

skulle evaluere personene som var involvert i et selskap. Egenskaper som gikk igjen var spesielt gjennomføringsevne og evne til å tjene penger. Med gjennomføringsevne er man komfortable med at personene involvert faktisk får til det de sier at de skal. Dersom man er kremmer, som ID2 var opptatt av, er man god til å tjene penger på det man involverer seg i. Det er jo ikke overraskende at det er en viktig evne når man vurderer personene involvert i et selskap som eksisterer for å skape verdier. I tillegg til at man skal kunne skape inntekt skal man også kontrollere kostnadene, og det er tross alt totalbildet som avgjør om man faktisk oppnår profitt. Dersom man tjener penger på alt man gjør vil man være suksessfull i forretningslivet.

Når det gjelder teknologien til et selskap var det også noen momenter som var gjengående i intervjuene for verdivurderingen. For det første var det viktig at det faktisk var bruk for teknologien og at den fungerer. Helst skulle den videre være godt beskyttet i form av patenter og ha et stort potensielt marked. Avhengig av om selskapet / teknologien var i en tidlig fase eller sen fase var det en fordel om teknologien allerede var suksessfullt utprøvd hos kunder, noe som ble reflektert i den tredje parameteren risiko.

Risikovurdering var en gjenganger i intervjuene for alle delene av et selskap. Dersom teknologien eksempelvis ikke var kommersiell, og befant seg i «Dødens dal», ble den teknologiske risikoen ansett som høy. Hvor stor er sannsynligheten for at teknologien i det hele tatt vil kunne bli utviklet? Er teknologien beskyttet og eventuelt hvor godt beskyttet er den? Hvor stor er den kommersielle risikoen? Hva er risikoen for at personene i selskapet ikke får til det de sier de skal? Hvor stor er risikoen for at markedet selskapet opererer i utvikler seg som forespeilet? Som det også ligger i beskrivelsen vil investeringsselskaper som investerer risikovillig kapital være mer villig til å ta større risiko enn investeringsselskaper som fokuserer på modne selskaper eller industrielle aktører. Det er naturligvis villigheten til å ta denne risikoen som gjør at investeringsselskaper som investerer risikovillig kapital også forventer høyere avkastning på investeringen sin. Videre er det også nettopp reduksjonen eller elimineringen av denne risikoen under delvis eierskap av disse tidligfase investeringsselskapene som gjør selskapet attraktivt for andre investeringsselskaper med fokus på modne selskaper og for industrielle aktører. Det er også derfor ID1, som arbeider mye med investeringer i selskaper som ofte er i en tidlig fase både teknologisk og kommersielt, hadde påfallende stort fokus på risiko gjennom intervjuet.

Kundeliste og kommersiell historikk er en parameter som hovedsakelig er tilstede dersom selskapet som vurderes har kommersiell teknologi, men det finnes også selskaper som

involverer potensielle kunder tidlig. Da sikrer man at det faktisk finnes kunder som er villig til å betale for teknologien og man får også en sparringspartner som kan ha verdifulle innspill. Dette vil være svært viktig dersom en skal analysere og verdivurdere et selskap som ikke har ferdig kommersiell teknologi. En innholdsrik kundeliste vil senke risikobildet og bekrefte at teknologien til selskapet har et betydelig marked. Det er derimot viktig at den kommersielle historikken viser akseptable marginer slik at det er mulig å tjene penger. For en industriell aktør er det spesielt viktig å forstå den kommersielle historikken og marginene ettersom de ofte vurderer å sette teknologien direkte inn i porteføljen sin for å oppnå synergieffekter.

Den siste av de fem selskapsspesifikke parameterne som gikk mest igjen i intervjuene var magesfølelse. Fire av fem intervjudeltakere trakk altså frem magesfølelsen som siste instans for vurderingen av et selskap eller for vurderingen av en kjøper. Men hva er så denne magesfølelsen? Mange kaller magesfølelse for intuisjon, og ifølge Liverød (2013) kommer magesfølelsen eller intuisjon sannsynligvis fra de ubevisste beslutningsprosessene som hele tiden arbeider i dyppet av vårt psykologiske liv. Altså behandles mye av det daglige på et ubevisst nivå i hjernen slik at vår bevisste oppmerksomhet skal slippe å ta stilling til alt mulig. Når vi da vurderer noe basert på magesfølelsen er det sannsynligvis signaler fra de ubevisste prosessene og dermed kan vi ikke referere til en spesifikk begrunnelse. Magesfølelse, eller intuisjon, er et stort tema som burde bli behandlet separat slik at forskeren har valgt å ikke utdype denne parameteren ytterligere. Det ville eksempelvis vært interessant å sett nærmere på hva som gjør at noen har en magesfølelse de kan stole på i situasjoner relevante for denne studien.

6.4 Perigons status i forhold til funnene

I dette kapittelet diskuterer forskeren funnene fra kapittel [5. Funn og analyse](#) mot teknologiselskapet Perigon for å gjøre en vurdering av selskapets status i forhold til disse hovedtemaene som kom frem i intervjuene. Det er valgt å dele opp denne diskusjonen i tre underkapitler som henholdsvis relaterer til kapittel [5.1](#), [5.2](#) og [5.3](#). Det er ikke valgt å diskutere underkapitlene i kapittel [5.3 Viktige parametere i verdivurdering](#) i egne kapitler slik at disse er samlet i kapittel [6.4.3 Viktige parametere i en verdivurdering av Perigon](#). Som nevnt i kapittel [1.4 Avgrensninger](#) vil informasjonen gitt i dette kapittelet være noe begrenset av hensyn til konkurransemessige forhold og at informasjonen er sensitiv, og dermed gi et noe begrenset bilde av selskapets situasjon.

6.4.1 Viktigheten av hvem interessenten eventuelt er for Perigon

Diskusjonen i [kapittel 6.1](#) er høyst relevant for Perigon. Dersom Perigon skulle blitt verdivurdert ville det sannsynligvis hatt stor betydning hvem interessenten er. Ettersom selskapet har teknologi som har vært kommersiell i flere år, men også har stort potensiale for vekst, er det tenkelig at selskapet ville vært interessant både for investeringsselskaper og for industrielle aktører. Forskeren mener selskapet ville vært interessant både for investeringsselskaper som investerer risikovillig kapital samt selskaper som fokuserer på modne selskaper. Videre ville selve årsaken til hvorfor eierne av Perigon eventuelt skulle ønske å selge samt hvor stor andel av selskapet de eventuelt skulle ønske å selge vært av vesentlig betydning for hvem som ville vært interessert. Dersom eierne skulle ønske å styrke selskapet finansielt for å legge til rette for vekst ville det vært svært viktig om eierne kun ønsket finansiell investering eller om de også ønsket en aktiv medeier. De fleste investeringsselskaper har krav både til hvor stor andel av selskapet de skal erverve seg samt krav til at de skal ha en aktiv rolle i selskapet. Det vil ofte være i form av en eller flere plasser i styret. Som det er nevnt i [kapittel 2. Perigon AS](#) er selskapet et relativt lite selskap hvor forskeren mener det er store mulighetsrom for å løfte det til et høyere nivå for å gjøre det desto mer attraktivt for et eventuelt senere salg.

Ettersom Perigon selger teknologien sin til flere av de største internasjonale oljeserviceselskapene er det rimelig å anta at disse kan være interessert i selskapet. Teknologien som selges kunne blitt tatt direkte inn i disse serviceselskapene sine porteføljer og generert inntekt umiddelbart. Disse serviceselskapene ville dessuten hatt sterke strategiske motiver for å erverve seg Perigon i og med at de da hadde sikret seg monopol på teknologien og kunne hindret konkurrenter tilgang til den. Teknologien kan anses som en puslebit i puslespillet som omhandler å suksessfullt sette den type sementplugger i olje- og gassbrønner ved første forsøk. Det er også tenkelig at teknologien som er under utvikling er av interesse for disse oljeserviceselskapene.

6.4.2 Verdivurderingsmetode for Perigon

Som det kommer frem i [kapittel 2. Perigon AS](#) foreligger det regnskapstall for selskapet flere år tilbake i tid, og de siste seks av syv årene har selskapet levert positivt resultat. Man kan argumentere for at man kunne anvendt disse tallene for å si noe om fremtiden, men det er også påvist at nedgangstidene i industrien kraftig påvirket selskapets resultat for blant annet

2016. Dermed kan man anta at selve aktivitetsnivået til industrien sier mer om hvordan selskapet vil prestere i de kommende årene enn de historiske tallene. Videre er det svært vesentlig å påpeke at selskapet har gått gjennom store forandringer de siste to årene og at selskapet har store ambisjoner for årene som kommer. Disse forandringene og ambisjonene ville blitt utfordrende å inkludere dersom man skulle brukt de historiske tallene frem til 2017 og en diskontert kontantstrømsmetode for å utføre en verdivurdering. Det ville også vært svært utfordrende å lage en kalkyle for endring av kontantstrømmen på grunn av selskapets endringer de siste årene og fremtidige ambisjoner. Denne kalkylen kunne fort, som ID4 uttalte, blitt «*mumbo jumbo*».

Ettersom forskeren ikke har forutsetninger for å spå industriens fremtid og dermed selskapets fremtidige kontantstrøm, og det kommer frem i studien at multipelmetoden er den mest anvendte, har forskeren valgt å vurdere Perigon nåværende status opp mot parameterne fra kapittel [5.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#) i det påfølgende kapittelet. Forskeren diskuterer da de ulike parameterne opp mot dagens Perigon og diskuterer hvilke tiltak som bør iverksettes for å gjøre Perigon mer attraktiv i en eventuell verdivurdering.

6.4.3 Viktige parametere i en verdivurdering av Perigon

I dette kapittelet vurderer forskeren de fem selskapsspesifikke parameterne fra kapittel [5.3 Viktige parametere i verdivurdering](#) i forhold til Perigon med hensyn til verdivurdering av selskapet. Disse parameterne er personene, teknologi, risiko, kundeliste / kommersiell historikk og magesfølelse. Detaljer om Perigon er beskrevet i kapittel [2 Perigon AS](#).

Totalt har Perigon fem personer som er vesentlig involverte i selskapet, hvorav tre er fulltidsansatte og to er aktive styremedlemmer. I tillegg til rollen som styremedlemmer er disse to fulltidsansatte i et annet suksessfullt norsk unotert oljeserviceselskap som de har vært med å bygge opp. Daglig leder som ble ansatt i midten av 2017 har bred erfaring fra ulike roller og ulike oljeserviceselskaper, og har allerede vist sterk gjennomføringsevne ved å innføre store endringer i løpet av kort tid i Perigon. Blant annet har selskapet en ny markedsføringsstrategi, økt eksponeringen mot sluttkunden, igangsatt arbeid for å etablere nye forretningsområder og blitt ISO 9001:2015 sertifisert. Dette har vært med å bidra til en svært positiv økonomisk trend i selskapet, men disse tallene er ikke offentlige enda. Forskeren anser derfor fra et objektivt perspektiv at personene i selskapet har mange av de egenskapene

som kommer frem som vesentlige i studien, men siden selskapet er relativt lite i størrelse er det sårbart for endringer i organisasjonen.

Selskapets hovedteknologi er Cement Support Tool (CST) og mer enn 3 500 eksemplarer har blitt levert til kunder over en periode på 17 år. Produktet er patentbeskyttet og et nytt patent ble relativt nylig godkjent slik at teknologien er godt beskyttet også fremover i tid. Det har vært kontinuerlig utvikling av produktet for å optimalisere det og for å tilpasse produktet til ulike markeder. Per mai 2019 eksisterer det fem ulike CST modeller, og teknologien har den senere tiden blitt installert i nye type applikasjoner. Dette øker markedsstørrelsen for teknologien. I tillegg til CST teknologien arbeider selskapet med å etablere to til tre nye forretningsområder som ser svært lovende ut. Det er varierende teknologisk risiko knyttet til disse teknologiene fra allerede kommersiell teknologi til tidlig utviklingsfase.

Ettersom mer enn 3 500 eksemplarer av hovedproduktet har blitt levert med svært høy suksessrate kan man anse den teknologiske risikoen som relativt liten. Den kommersielle risikoen er derimot større ettersom selskapet i hovedsak er avhengig av en teknologi, men denne risikoen arbeides det for å redusere ved å introdusere flere teknologier. Videre vil patentbeskyttelsen også være reduserende for risikoen. Teknologirisikoen er svært lav med tanke på om en industriell aktør kan implementere teknologien direkte inn i porteføljen deres. Dette begrunnes med at de store serviceselskapene har kjøpt og installert teknologien i 17 år allerede.

Når det gjelder kundeliste og kommersiell historikk har Perigon som nevnt levert mer enn 3 500 eksemplarer av CST, og sluttkundene består av tilnærmet samtlige av de store globale oljeselskapene i tillegg til flere lokale oljeselskaper rundt om i verden. En stor andel av disse eksemplarene er levert gjennom de store oljeserviceselskapene slik at de er på den direkte kundelisten til Perigon. Teknologien er installert i de fleste regioner hvor olje og gass blir produsert og har bidratt til enorme kostnadsbesparelser. Ettersom selskapet de siste to årene har fokusert på å eksponere selskapet også direkte til oljeselskapene har det blitt mer oppmerksomhet og trafikk på hjemmesiden til selskapet. Det har også vært en eksponentiell markedsutvikling i enkelte regioner grunnet eksponeringen. Dette er et svært godt utgangspunkt for å markedsføre nye teknologier når disse er kommersielle. Det har videre blitt avdekket at det er markeder som ikke har blitt tilstrekkelig eksponert for Perigons teknologi slik at forskeren antar at det er store muligheter for økt omsetning globalt.

Med hensyn til den femte selskapsspesifikke parameteren, magesfølelse, vurderer forskeren det som hvilket inntrykk potensielle interessenter kan tenkes å sitte igjen med etter en selskapsgjennomgang av Perigon. Dette vil naturligvis være svært vanskelig for forskeren å gjøre en objektiv vurdering av, men basert på gjennomgangen i dette underkapittelet mener forskeren at selskapet ville gjort en «god figur» ved en selskapsgjennomgang og at potensielle interessenter sannsynligvis ville hatt en positiv magesfølelse. Det har blitt opparbeidet en god struktur i selskapet og en bevissthet rundt de relevante parameterne for en verdivurdering.

Basert på informasjonen innhentet gjennom studien mener forskeren at Perigon som selskap kan være interessant både for investeringsselskaper med fokus på tidligfase selskaper og for investeringsselskaper med fokus på modne selskaper samt for industrielle aktører. Årsaken til det er at selskapet både har potensiale for å vokse ved å utvikle teknologiene som er under utvikling samt ved å sette ressurser inn mot markeder hvor den kommersielle teknologien er lite eksponert. Videre mener forskeren at den eksisterende teknologien er tilstrekkelig interessant av strategiske årsaker for industrielle aktører.

I forbindelse med denne gjennomgangen er det naturlig å diskutere om det er noen endringer som kan gjøres i Perigon for å oppnå en høyere potensiell verdivurdering. Forskeren mener at endringene som er gjennomført de siste to årene vil øke verdien til selskapet, men at disse sannsynligvis kunne vært akselerert dersom det var ønskelig. Det ville derimot kreve økonomiske investeringer og høyere fokus på både teknologiutvikling og markedstilnærming.

6.5 Funn i forhold til forskningsspørsmålene

Forskeren mener funnene som er presentert i kapittel [5. Funn og analyse](#) samt diskusjonene i dette kapittelet svarer godt på forskningsspørsmålene for studien. Funnene og diskusjonskapittelet gir utfyllende svar på forskjellene mellom hvordan investeringsselskaper og industrielle aktører vurderer norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen. Videre avdekker de hvordan de enkelte intervjudeltakerne, og selskapene de arbeider for eller har arbeidet for, analyserer og verdivurderer relevante selskaper. Studien svarer også på hvilke selskapsspesifikke parameterer man vektlegger når relevante selskaper verdivurderes. Det var fem konkrete parametere som var gjennomgående i intervjuene.

6.6 Hva betyr funnene og hva kunne blitt gjort annerledes?

Funnene i studien betyr at norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservice i praksis faktisk ikke blir verdivurdert ved bruk av den mest omtalte verdivurderingsmetoden (diskontert kontantstrømsmetoden) i de fagene forskeren tok gjennom mastergraden. Det er multippelmetoden som er mest anvendt for slike verdivurderinger.

Når man sammenfatter alle funnene i studien vedrørende analyse og verdivurdering av relevante selskaper viser det seg at det er svært mange faktorer som spiller inn i en slik verdivurdering og at hvert enkelt selskap må analyseres og verdivurderes individuelt. Det er vanskelig å gjøre sammenligninger av selskapene ettersom selskapene er så unike med hensyn til involverte personer, teknologi, risikobildet og kommersiell situasjon. Når magesfølelsen på toppen spiller en vesentlig rolle vil disse prosessene være helt avhengig av selskapet som vurderes, selskapet som er interessenten og personene som utfører analysen og verdivurderingen.

Etter en kvalitativ studie kan en nok alltid diskutere om de rette personene ble intervjuet og om det kunne blitt intervjuet flere personer. Som nevnt i kapittel [4.1.3 Intervjuing](#) var det planlagt å ha flere intervjuer enn fem, men at forskeren etter det femte intervjuet innså at stort sett den samme informasjonen mer eller mindre ble bekreftet i alle de fem intervjuene og at det dermed ikke var behov for flere. De fem som ble intervjuet hadde dessuten ganske varierende erfaring vedrørende temaet, både fra personlige hold og som ansatte i relevante selskaper.

Det kan også diskutere hvor objektive personene i studien klarte å være. Er det slik at de konkrete erfaringene de har gjort seg vil være avgjørende for om de mener personene i et selskap de vurderer er viktigst eller om det er teknologien? Som nevnt i kapittel [6.3 Viktige parametere i en verdivurdering](#) mener eksempelvis to av intervjudeltakerne det tvert motsatte, og det kan naturligvis da tenkes at de har hatt ulike konkrete erfaringer. Likevel bekrefter begge at begge de to parameterne de diskuterer er høyst relevante, de har bare ulike erfaringer med hvilken av de to som er viktigst.

En kan videre diskutere om forskeren burde anvendt en annen metode i studien, men ettersom norske unoterte teknologiselskaper utgjør et svært snevert utvalg selskaper er det utfordrende å finne detaljert teori om hvordan slike selskaper blir analysert og verdivurdert. Derfor anså forskeren det både nødvendig og interessant å undersøke emnet gjennom samtaler med

personer som har direkte erfaring, og anså dermed kvalitativ metode som den best tilgjengelige for å oppnå ønskede resultater.

7 Oppsummering

Forskerens motivasjon for valg av problemstilling var å forstå hvordan norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen faktisk blir analysert og verdivurdert når slike selskaper blir omsatt. Forskeren ønsket å forstå hva det er som driver verdien til slike selskaper opp og hvorfor de ofte blir omsatt for enorme summer som ikke står i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene. Problemstillingen i studien er derfor «*Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte teknologiselskaper i oljeservicenæringen?*» Ettersom forskeren arbeider som daglig leder i det norske unoterte teknologiselskapet Perigon AS var det også ønskelig å analysere Perigon AS opp mot studiens funn.

Ved bruk av kvalitativ metode i form av fem dybdeintervjuer har forskeren tilegnet seg informasjon om hvordan slike salgsprosesser blir initiert, hvordan de utføres og viktige faktorer som påvirker den endelige verdien til selskapene som blir analysert og verdivurdert. Disse tre hovedtemaene er gitt egne kapitler for både beskrivelse av funnene og for diskusjon av funnene. Funnene vedrørende hvilken verdivurderingsmetode som blir anvendt er beskrevet i [kapittel 5.2](#) og videre diskutert i [kapittel 6.2](#). Ettersom det er svært relevant hvem interessenten er når et selskap skal analyseres og verdivurderes er funn vedrørende dette emnet beskrevet i [kapittel 5.1](#) og diskutert i [kapittel 6.1](#). Funnene vedrørende det tredje hovedtemaet, som er fem svært viktige selskappspesifikke parametere i en verdivurdering av norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen, er beskrevet i [kapittel 5.3](#) og diskutert i [kapittel 6.3](#). Disse parametere er personene, teknologi, risiko, kundeliste / kommersiell historikk og magesfølelse. Perigon sin nåværende status i forhold til studiens funn blir avslutningsvis diskutert i [kapittel 6.4](#).

Forskeren mener funnene er et viktig bidrag til faget. Funnene beskriver hvordan industrien faktisk analyserer og verdivurderer norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen, og hvilke parametere som spesielt blir vurdert. Denne kunnskapen vil hjelpe eiere, styre og ledelse i relevante selskaper til å ha et bevisst forhold til hva som er viktige parametere i selskapet dersom det er ønskelig å starte en prosess for å hente investorer eller selge selskapet. Videre vil kunnskapen hjelpe med å forstå hvilke interessenter som kan være aktuelle for selskapet deres. Kunnskapen kan også bidra til at selskaper har et bevisst

forhold til en kontinuerlig salgsstrategi uavhengig om det er aktuelt å selge per dags dato. Det er ikke lett å spå fremtiden med hensyn til hvilke behov eller ønsker som kan dukke opp.

Studien avdekker flere emner som kan være interessante å studere ytterligere. Blant annet kunne forskeren tenkt seg å studere nærmere hvilke personlige egenskaper som blir ansett å være spesielt viktige for personer i nøkkeleroller i norske unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen for å oppnå en høy verdivurdering. Videre kunne forskeren også ønsket å studere nærmere hva som gjør at en har en magefølelse en kan stole på i forbindelse med kjøp og salg av selskaper, og hvordan man kan tilegne seg en slik magefølelse.

8 Referanser

Collis, J. & Hussey, R. (2014). *Business research*. (4. utg.). Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Halliburton. (2019). About Halliburton. Hentet 12. mai 2019 fra

<https://www.halliburton.com/en-US/about-us/default.html?node-id=hgbr8q6o>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. (2. utg.). Vigmostad & Bjørke AS.

Kvale, S. & Brinkmann, S. (2015). *Det kvalitative forskningsintervju*. (3. utg.). Gyldendal Norsk Forlag AS.

Liverød, S.R. (2013, 21. oktober). Hva er egentlig «magefølelse»? Hentet fra

<https://www.webpsykologen.no/artikler/hva-er-magefolelse-intuisjon/>

Schlumberger. (2019). About Schlumberger. Hentet 12. mai 2019 fra

<https://www.slb.com/about/who.aspx>

Thoresen, A., & Dahl, G. A. (2012). *Verdivurdering av en virksomhet*. Hentet fra

<http://www.lederilden.no/tema/verdivurdering-av-en-virksomhet#2069942>

Vedlegg A: Intervjuguide

INTERVJUGUIDE

Forskningsspørsmål:

- Hvordan analyserer du / dere unoterte selskaper?
- Hvordan påvirker vurderingen om det er et oppkjøpsfond eller et annet oljeserviceselskap som vurderer selskapet?
- Hvilke andre faktorer er det som vektlegges når slike selskap verdivurderes?

Husk:

- Ikke ja / nei spørsmål
- Ikke ha ledende spørsmål

Fase 1 - Rammesetting:

- Uformell prat
- Fortell om bakgrunnen og temaet for samtalen
- Forklar hva intervjuet skal brukes til og at det vil bli anonymisert
- Informer om at samtalen blir tatt opp på bånd og sørg for samtykke
- Spør om noe er uklart og om intervjudeltakeren har spørsmål
- Start opptak

Fase 2a - Erfaringer generelt:

- Hva har du tidligere gjort ifm. kjøp og salg av unoterte selskaper innen oljeservice?
- Hvilke transaksjoner har du vært med på og hvilken rolle hadde du?
- Hvordan type verdsettelsesmetode bruker dere for slike verdsettelser?
- Er det noen spesielle aha-opplevelser du har hatt?
- Forstod du kjøpers faktiske intensjon med kjøpet før transaksjonen?
- Er det noe om verdivurdering du synes jeg burde ha spurt om?

Fase 2b - Erfaringer med salg av relevante selskap:

- Hvordan startet prosessen med salg?
 - Hvem tok initiativet?
 - Var dere ute etter å selge?
 - Hvordan type selskap var interessentene?
- Hvordan opplevde du at interessenter analyserte regnskapet til selskapet?
- Hva opplevde du at interessenter var spesielt opptatt av med hensyn til verdi?
- Hadde dere exit strategi på forhånd?
- Hvordan bestemte du deg / dere dere for at prisen var akseptabel?
- Hvordan var deres verdivurdering?
 - Hvem gjorde den?

- Hva var det første kjøper gjorde etter transaksjonen var gjennomført?
- Hvis du skal selge et selskap, hva vil du fremheve?
 - Hvordan vil du tilrettelegge det?

Fase 2c - Erfaringer med kjøp av relevante selskap:

- Hvordan type selskap kjøpte dere opp?
 - Hvordan kom dere over slike selskaper å kjøpe?
- Hva var det første dere gjorde etter transaksjonen var gjennomført?
- Hvordan analyserer dere slike selskap?
- Hva vurderte dere spesielt når dere vurderte kjøp av slike selskaper?
- Hvis du skal kjøpe et selskap, hva er dine parametere som du vil ha svar på?
 - Hvordan sjekker du de ut?

Fase 3 - Tilbakeblikk

- Oppsummer funn
- Har jeg forstått deg riktig?
- Er det noe du vil legge til?

Vedlegg B: Informasjonsskriv til intervjudeltakerne

Informasjonsskriv for deltakere

Opgavetittel:	Hvordan analyseres og verdivurderes norske unoterte teknologibedrifter i oljeservicenæringen?
Forsker:	Petter Rommetvedt
Epostadresse:	petter@perigon.no
Telefonnummer:	47 63 20 85

I motsetning til omsetning av børsnoterte selskaper er omsetning av unoterte selskaper unntatt offentligheten. Det er også helt andre krav til offentlig informasjon for børsnoterte selskaper enn for unoterte selskaper. Dermed må analyse og verdivurdering av unoterte selskaper skje på andre premisser enn for selskaper på børsen. Følgelig er det også vanskelig å få opplysninger om transaksjoner av unoterte selskaper, og dermed også vanskelig å oppnå kunnskap om dette utover den teori som eksisterer. For mange kan det spesielt virke som at unoterte teknologibedrifter innen oljeservicenæringen ofte blir omsatt for enorme summer som i utgangspunktet ikke står i stil med de begrensede offentlige regnskapstallene. Denne studien vil utforske hvordan unoterte teknologiselskaper innen oljeservicenæringen faktisk blir analysert og verdivurdert når slike selskaper blir omsatt. Hva er det som driver verdien opp?

Du har blitt valgt til å delta i denne forskningen på grunn av din erfaring og / eller ekspertise med transaksjoner av unoterte teknologibedrifter i oljeservicenæringen, som kan hjelpe forskeren med å forstå hvordan slike selskaper faktisk blir analysert og verdivurdert. Forskningen blir utført av Petter Rommetvedt som en del av masteroppgaven i Executive Master in Business Administration ved Universitetet i Stavanger. For ordens skyld nevnes det at Petter er daglig leder for Perigon AS, en mindre teknologibedrift i oljeservicenæringen.

Å delta i studien innebærer å delta i et dybdeintervju med forskeren som vil omhandle emner som

- Analyse og verdivurdering av unoterte norske teknologibedrifter innen oljeservicenæringen
- Salgs- eller kjøpsprosesser av unoterte selskaper som deltakerne har vært involvert i

Det skal ikke være noen ulemper ved å delta i denne studien, og all informasjon vil bli anonymisert. Samtidig vil forskeren stille deg spørsmål om selskaper du har jobbet for eller jobber for, og / eller om annen sensitiv / konfidensiell informasjon. For å minimere risikoen ved å dele slik informasjon med forskeren vil all informasjon om deg / selskapene bli holdt strengt konfidensielt under arbeidet med forskningen. Dersom ønskelig vil det bli anledning til å få oversendt det relevante innholdet for godkjenning før publisering.

Din deltakelse i forskningen vil være et viktig bidrag til å øke forståelsen for verdidriverne til teknologibedrifter i oljeservicenæringen, og dermed hjelpe slike norske vekstbedrifter til å ha det «rette» fokuset i deres vei mot suksess.