

Analyse af udviklingen i værdiansættning af ICT-virksomheder, 2010-2018

September 2019

Valuations på VC-investeringer inden for ICT, 2010-2018



Den gennemsnitlige pre-money valuation er steget **78%** fra 2010 til 2018. Målt som median er denne stigning **220%**. Denne analyse forsøger at afdække potentielle forklaringer bag denne prisudvikling.



Syndikatet køber typisk **20-25%** af selskabet, de investerer i. Dette vurderes at være en markedsconsensus, og er altså ikke den underliggende forklaring på de stigende valuations.



Når virksomhederne har rejst deres første investering, går det typisk stærkt med at rejse de efterfølgende investeringer. **85%** af alle kapitalrejsninger sker inden for **2 år** efter den foregående.



Der er sket et **svagt fald** i virksomhedernes gennemsnitlige alder ved første VC-runde. Ydermere har der ikke været nogen betydelig udvikling i, hvor meget kapital virksomhederne rejser før første VC-runde. Altså skyldes de stigende valuations ikke, at der investeres i mere modne selskaber.



Den første VC-investering med udelukkende udenlandske investorer i syndikatet faldt i 2013. I perioden 2013 til 2015 var valuations med et rent udenlandsk VC-syndikat **1,5x** højere, end hvis der var danske VC'er i syndikatet. Dette forhold udviklede sig til at være næsten **3x** i perioden 2016 til 2018. Det faktum at danske ICT start-ups kan tiltrække internationale investorer i første VC-runde indikerer en modning af økosystemet og en forhøjet kvalitet af danske ICT start-ups.



I grove træk **halveres** antallet af selskaber i hver ny investeringsrunde. Derimod stiger valuation ca. **2,5** gange for hver ekstrarunde virksomheden rejser efter første runde.

Formål og metode

Analysens formål

Analysens primære formål har været at analysere udviklingen i pre-money valuation på danske første runde-ventureinvesteringer indenfor ICT i perioden 2010-2018. På baggrund af udviklingen afsøges mulige forklaringer på denne, herunder virksomhedernes alder ved første VC-runde, rejst kapital før første VC-runde, syndikatets investerede beløb og ejerandel samt internationale investorers indflydelse. Derudover dykker vi også ned i, hvad der sker efter første runde, i forhold til at rejse yderligere runder, og til hvilken prissætning, samt hvor lang tid der går mellem runderne.

Metode og data

Analysen indeholder handler på **66 unikke selskaber**, hvilket giver 110 VC-handler i alt, da flere af dem rejser mere end én runde. Den primære datakilde har været CVR-registret, hvori datoer for kapitalændringer, størrelsen på kapitalændringen, kurser, samt kapitalens størrelse efter ændringen fremgår. De enkelte kapitalrunder er identificeret ved at holde kapitalændringerne i CVR-registret op imod investeringsdata fra PitchBook, Crunchbase, LassoX og Vækstfondens egne data. *Se bilag 1 for en uddybning af metoden og de virksomheder der er inkluderet i analysen.*

Hvad er pre-money valuation?

Pre-money valuation er et udtryk for værdien af virksomheden på investeringstidspunktet, fratrukket investeringsbeløbet. Det er altså den værdi virksomheden har oparbejdet indtil investeringstidspunktet, inklusiv tidligere investeringer.

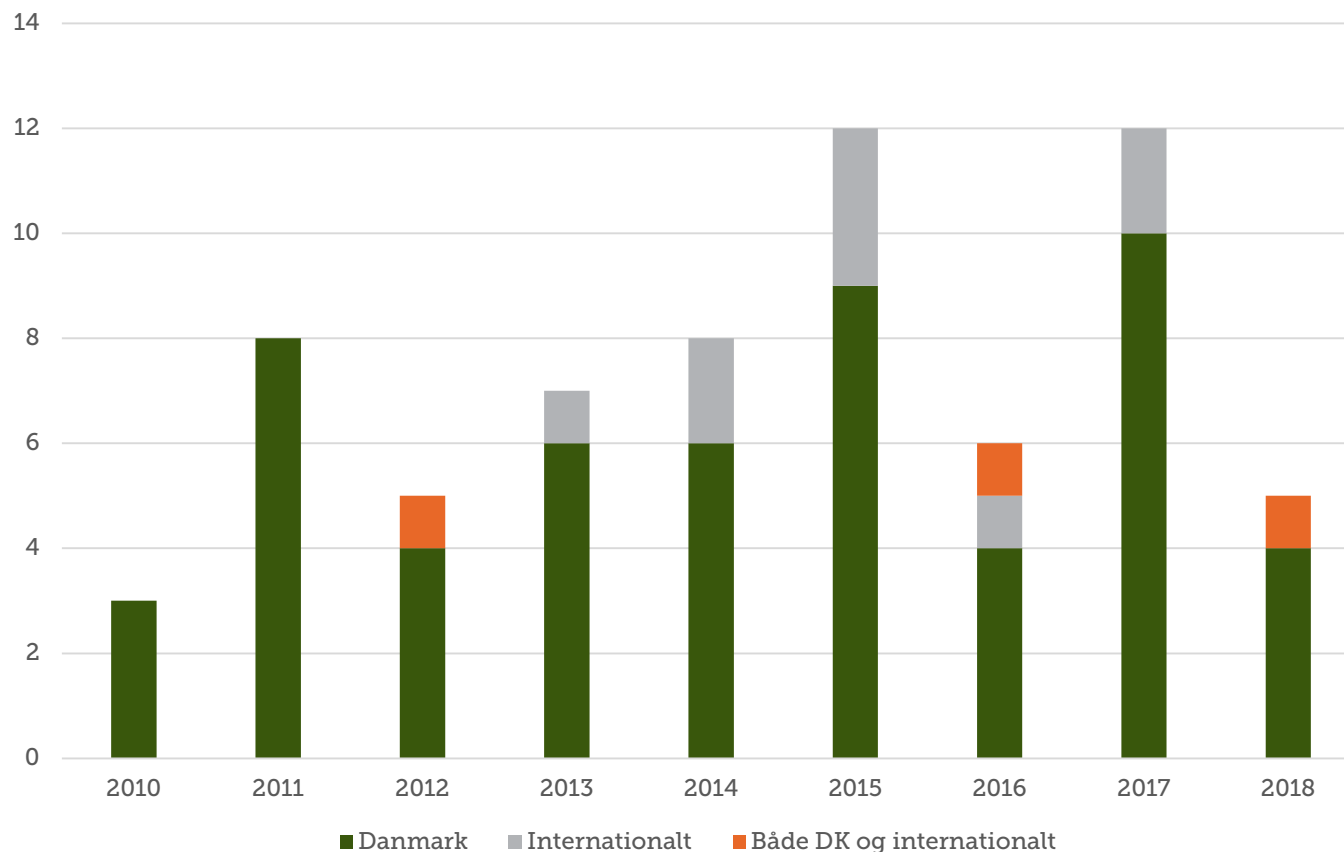
Forbehold

Der er taget udgangspunkt i de større danske fondes investeringer samt investeringer af udenlandske fonde i danske selskaber som er kendt i offentligheden. Listen er derfor ikke udtømmende for alle danske tech VC deals, men det er dog Vækstfondens overbevisning, at den dækker størstedelen af markedet i perioden, og at konklusionerne er repræsentative for den overordnede udvikling. Analysen berører dog ikke venturerunder baseret på investering via fremmedkapital, da disse typisk ikke offentliggøres i CVR.

Slutteligt skal det fremhæves, at Vækstfondens investering i AREA9 i 2018 ikke er inkluderet i populationen, da det er en markant outlier som vil skævvride de generelle resultater. Mere herom i bilag 3.

Pæn VC investeringsaktivitet i danske ICT-selskaber

Antal første runde VC investeringer



Udsving i antal første runde-VC-investeringer

Generelt er der pæn investeringsaktivitet over hele perioden, men også nogle udsving. Fx falder antallet af investeringer, hvor en ventureinvestor går med for første gang, fra 12 i 2017 til fem i 2018.

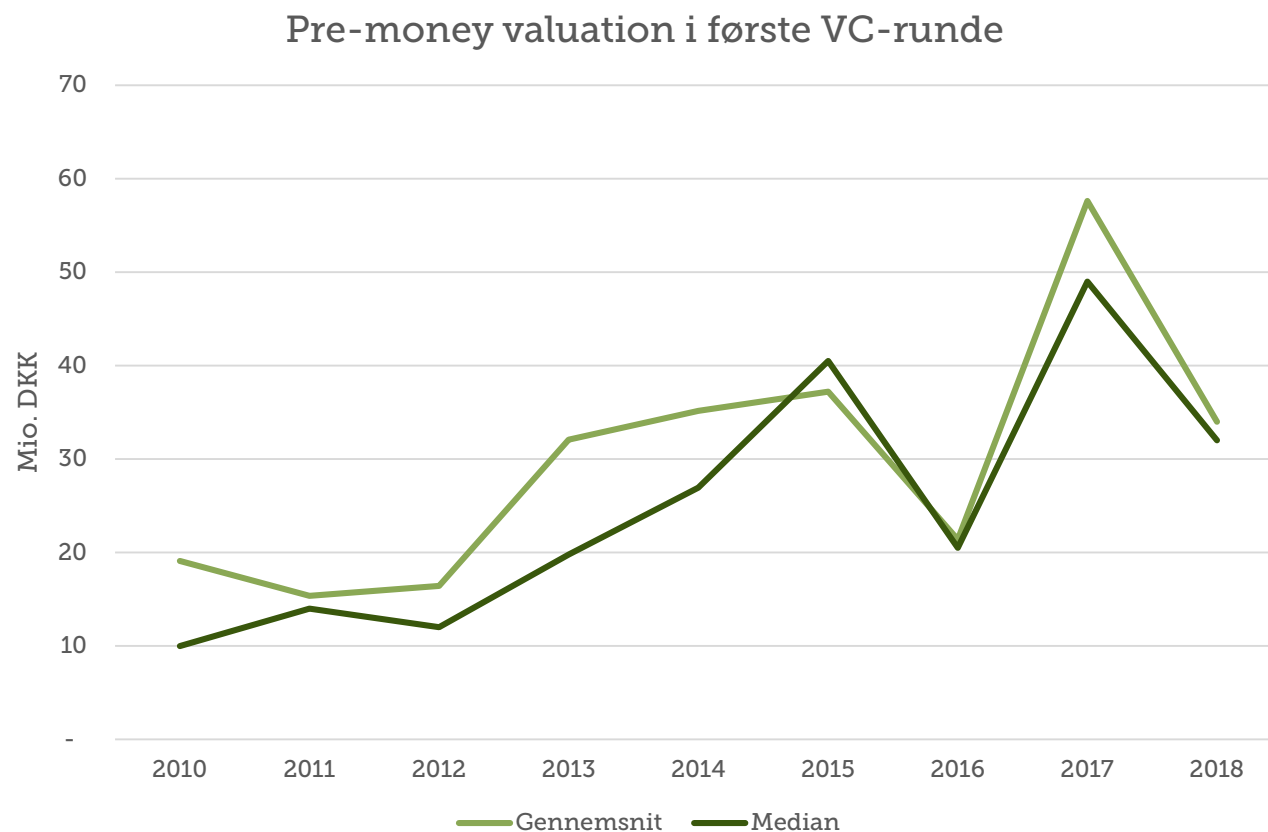
De fire danske fonde Heartcore (tidl. Sunstone Capital), Seed Capital, NorthCap og Vækstfonden er de mest aktive VC'ere inden for ICT. Tilsammen er de fire fonde også involveret i mere end 80% af alle deals i perioden.

I grafen udgør kategorien "Danmark" handler, hvor udelukkende danske VC'ere indgår. "Både DK og internationalt" anvendes, såfremt syndikatet består både af danske og internationale VC'ere, mens "internationalt" anvendes, når syndikatet udelukkende består af udenlandske VC'ere.

Den første investering fra et rent udenlandsk syndikat fandt sted i 2013 og er sidenhen blevet et hyppigere fænomen. Den stigende interesse fra udenlandske investorer indikerer en modning af økosystemet og en forhøjet kvalitet af danske ICT start-ups.

I nogle af de efterfølgende slides er data delt op i følgende perioder: 2010-2012 (16 deals), 2013-2015 (27 deals) og 2016-2018 (23 deals).

Generelt stigende trend i pre-money valuation



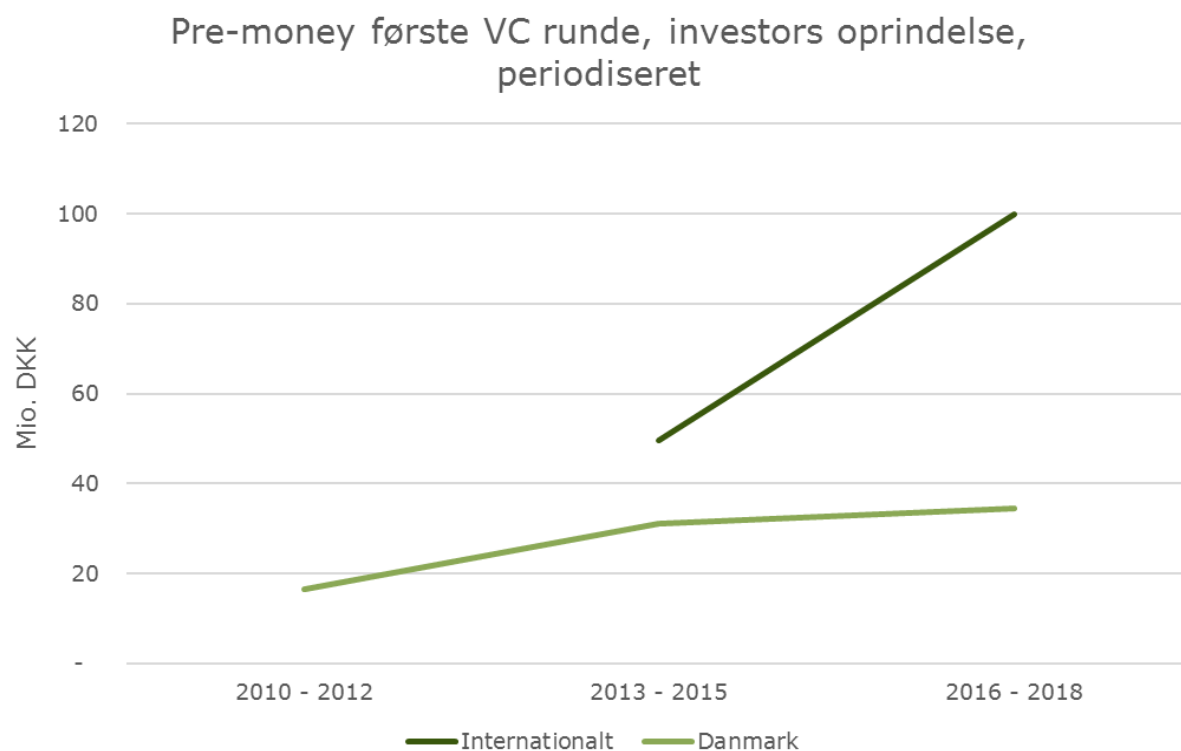
2017 var et år med mange investeringer og høje valuations

På trods af væsentlige udsving, så er den stigende trend i pre-money valuation i første VC-runde tydelig. Specielt 2017 stikker lidt ud. Det var et år med mange nyinvesteringer for ventureinvestorerne, men de høje pre-money valuations bygger ikke på enkelte outliers. Der var fx tre deals med en pre-money valuation på +80 mio. kr., og betragtes medianen ligger den ikke markant under gennemsnittet. Pre-money valuations falder i 2018, som var et år med væsentligt færre første runde VC-investeringer.

Den stigende trend er endnu tydeligere, når data periodiseres, jf. nedenfor.

- 2010-2012: Gns. pre-money, 16,4 mio. kr.
- 2013-2015: Gns. pre-money, 35,3 mio. kr.
- 2016-2018: Gns. pre-money, 43,0 mio. kr.

Højere valuations med internationale investorer

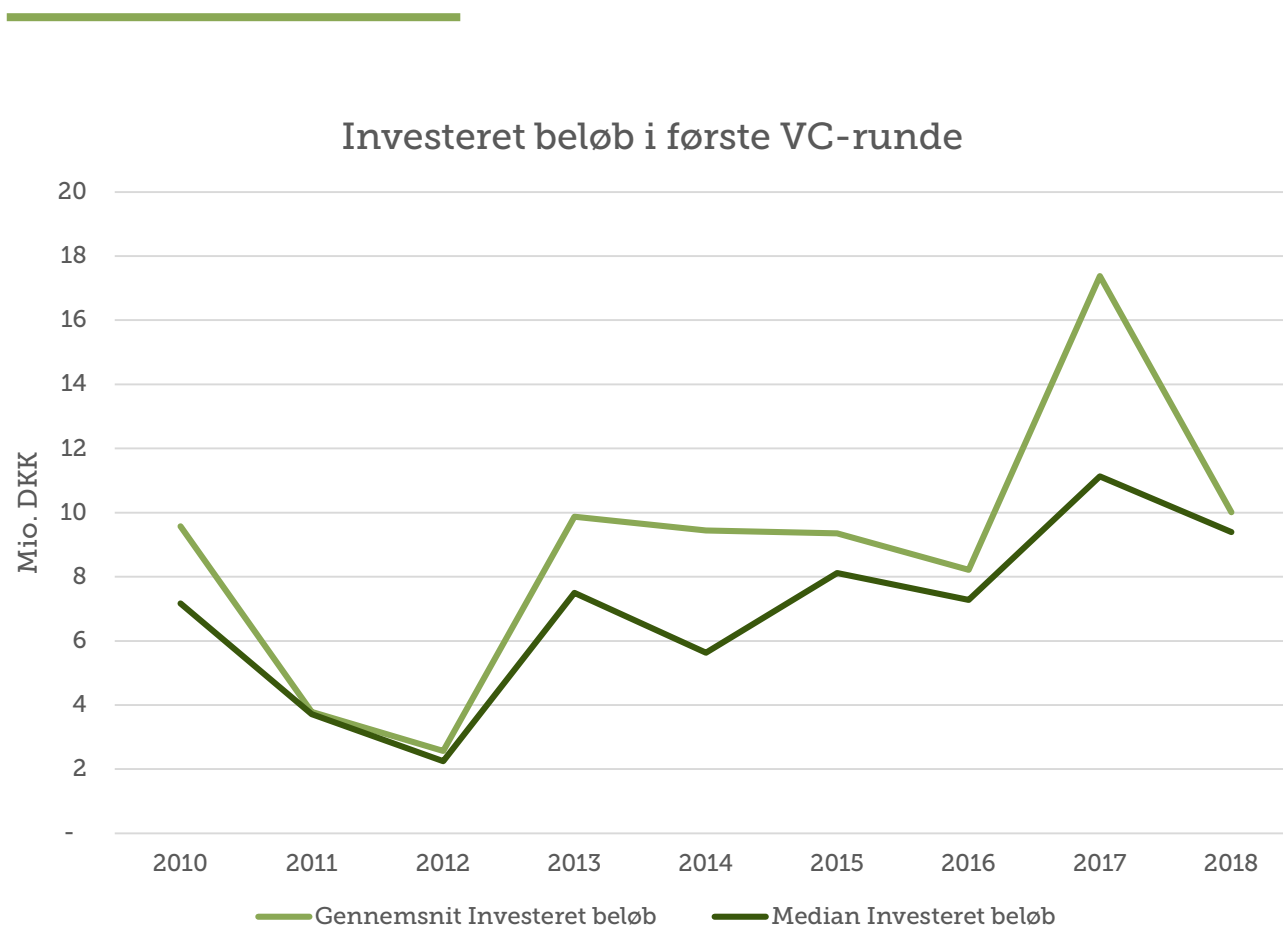


3 gange højere valuations med internationale investorer

Over perioden har ni svarende til 15 pct. af virksomhederne rejst deres første kapitalrunde hos et rent internationalt investorsyndikat. Disse virksomheder har i gennemsnit opnået højere pre-money valuations end de øvrige virksomheder, hvilket der kan være flere potentielle forklaringer på. Én mulighed er, at internationale investorer har opbygget en større erfaring med det danske marked, og at de derfor er villige til at investere beløb der er mere tilsvarende til, hvad de er vant til i deres hjemland, uden en dansk medinvestor. En anden forklaring kan være, at de selskaber, der tiltrækker udenlandsk kapital i første runde generelt er af højere kvalitet og dermed retfærdiggør en højere valuation.

Afslutningsvis skal det understreges, at der i perioden 2016-2018 kun er tre deals med et rent internationalt syndikat, hvorfor tallene skal tolkes med en vis varsomhed. Derudover har vi valgt ikke at inkludere medianen, da den blot afviger marginalt fra gennemsnittet.

Der investeres større beløb i første VC-runde



Trend mod at der investeres større beløb i første VC-runde

I takt med at pre-money valuation er steget, er det investerede beløb i første VC-runde også steget, jf. figur. Dette indikerer, at det er blevet dyrere at købe samme andel i første VC-runde.

Periodiseres data er den stigende trend tydelig, jf. nedenfor.

- 2010-2012: Gns. investeret beløb, 4,5 mio. kr.
- 2012-2015: Gns. investeret beløb, 9,5 mio. kr.
- 2016-2018: Gns. investeret beløb, 13,4 mio. kr.

Det er vigtigt at understrege, at det ud fra kapitalforhøjelserne kun er muligt at opgøre hvor meget det samlede syndikat investerer. Det betyder dermed, at det ikke er muligt at opgøre hvor meget den enkelte investor i et syndikat investerer.

Den opkøbte ejerandel er stabil på trods af de stigende valuations...

Første VC-runde %-ejerandel til investorsyndikat



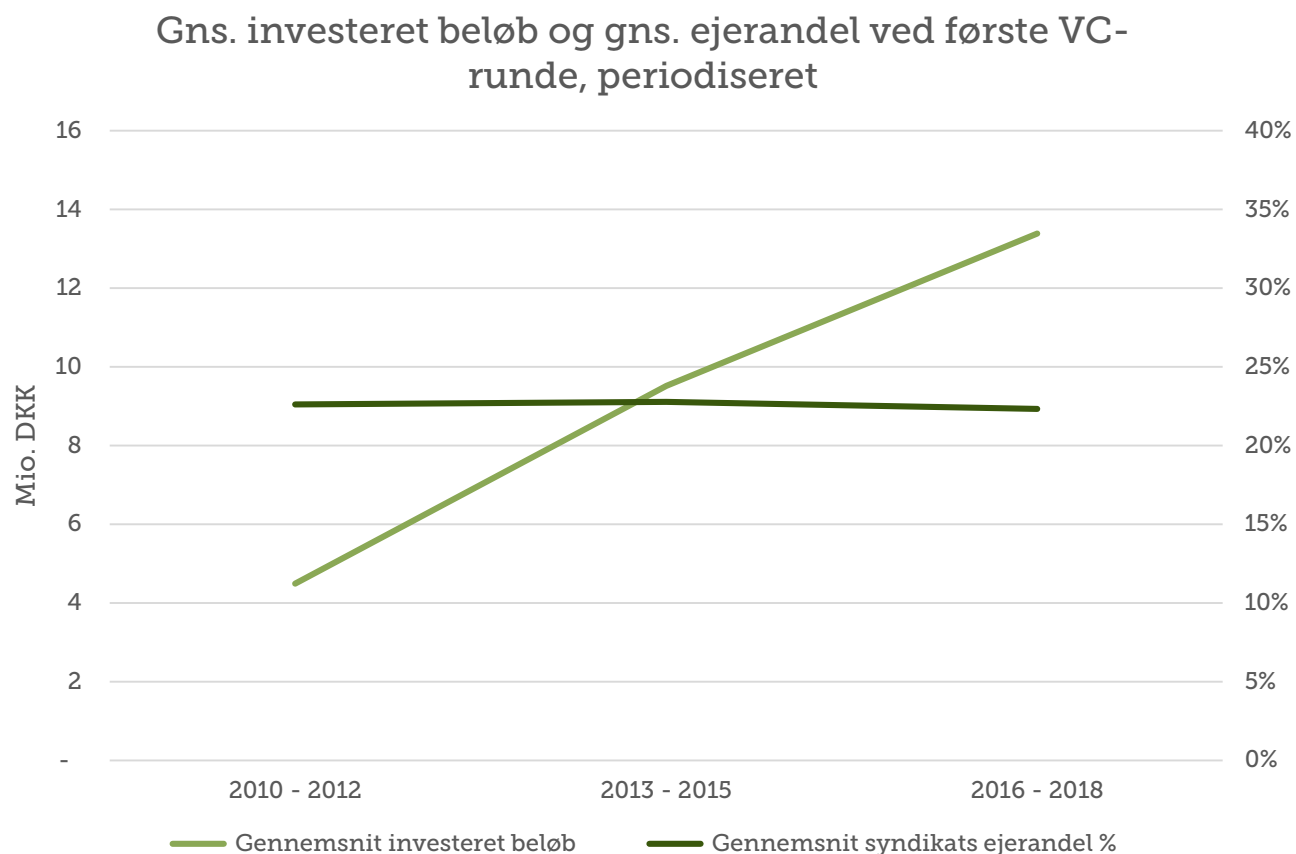
Syndikats ejerandel ved første VC-runde ligger stabilt i spændet 20-25%

Andelen, som syndikatet køber, har ikke ændret sig markant i perioden og synes stabilt at ligge i spændet 20-25%.

Bemærk, at den høje observation i 2010 vurderes at skyldes få observationer og outliers. Det stabile niveau er også tydeligt når data periodiseres jf. nedenfor:

- 2010-2012: Gns. ejerandel til syndikatet, 23%
- 2012-2015: Gns. ejerandel til syndikatet, 23%
- 2016-2018: Gns. ejerandel til syndikatet, 22%

Det er blevet dyrere at købe den samme andel



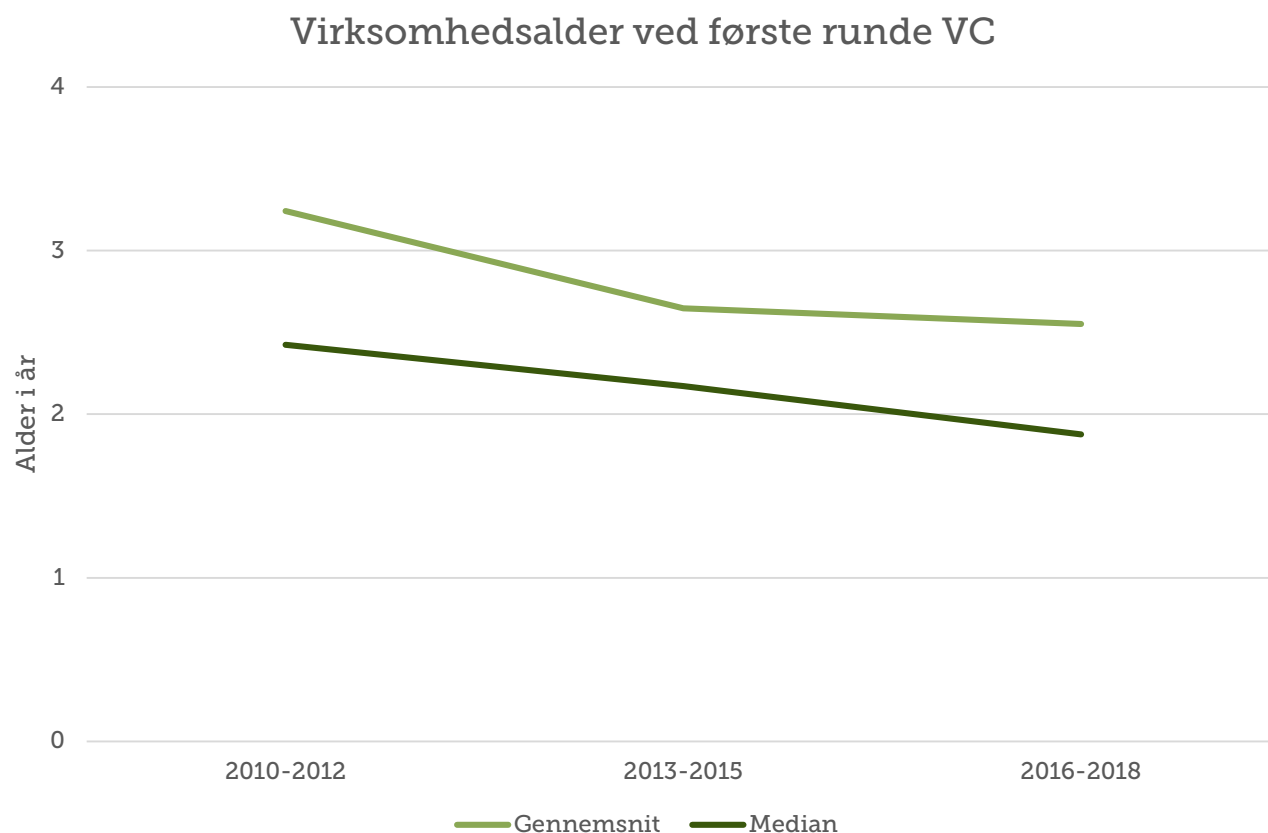
Konstante ejerandele på trods af stigende priser og investeringer

På trods af stigende investeringer tilfalder der ikke en større ejerandel til syndikatet.

Det vurderes, at de stigende valuations er tæt knyttet til stigningen i de investerede beløb, og at der er markedsconsensus om, at syndikatet køber 20-25% i første VC-runde. Forklaringen bag de stigende valuations er altså ikke, at VC's blot køber en større andel af selskaberne de investerer i.

På de følgende sider undersøges andre mulige forklaringer på de stigende valuations.

Svagt faldende trend i virksomhedernes alder ved første VC-runde

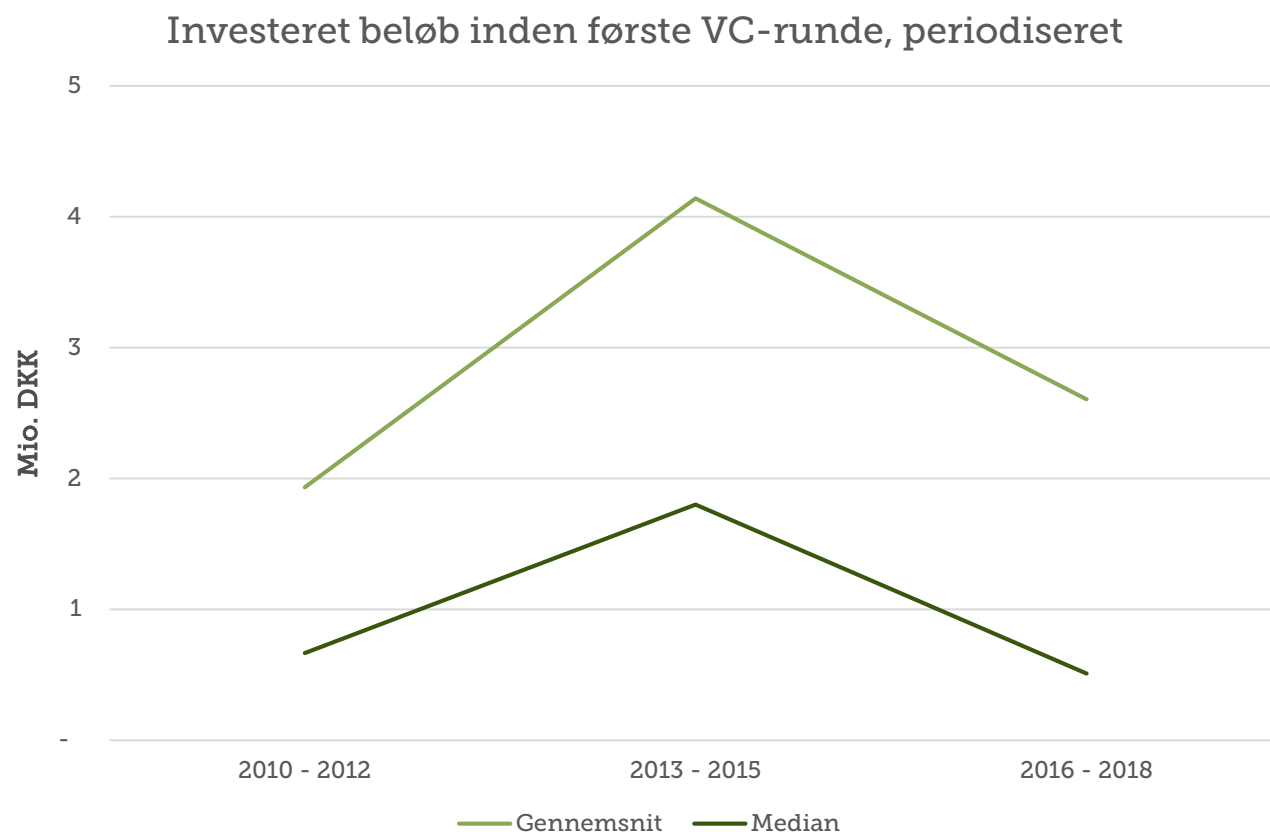


Virksomhederne er ikke mere modne ved første VC-runde end tidligere

En mulig forklaring bag de stigende valuations kunne være, at virksomhederne er ældre og mere modne ved første VC-runde, og derfor har en højere værdisætning.

Dette synes dog ikke at være forklaringen, jf. grafen. Tværtimod er der en svagt faldende trend i virksomhedernes alder ved første VC-runde. Virksomhederne skal altså udvikle sig markant hurtigere de senere år end tidligere for at kunne retfærdiggøre de højere valuations.

Ingen klar trend i investeret beløb før første VC-runde



Investeret beløb før første VC-runde har udsving, men ingen entydig trend

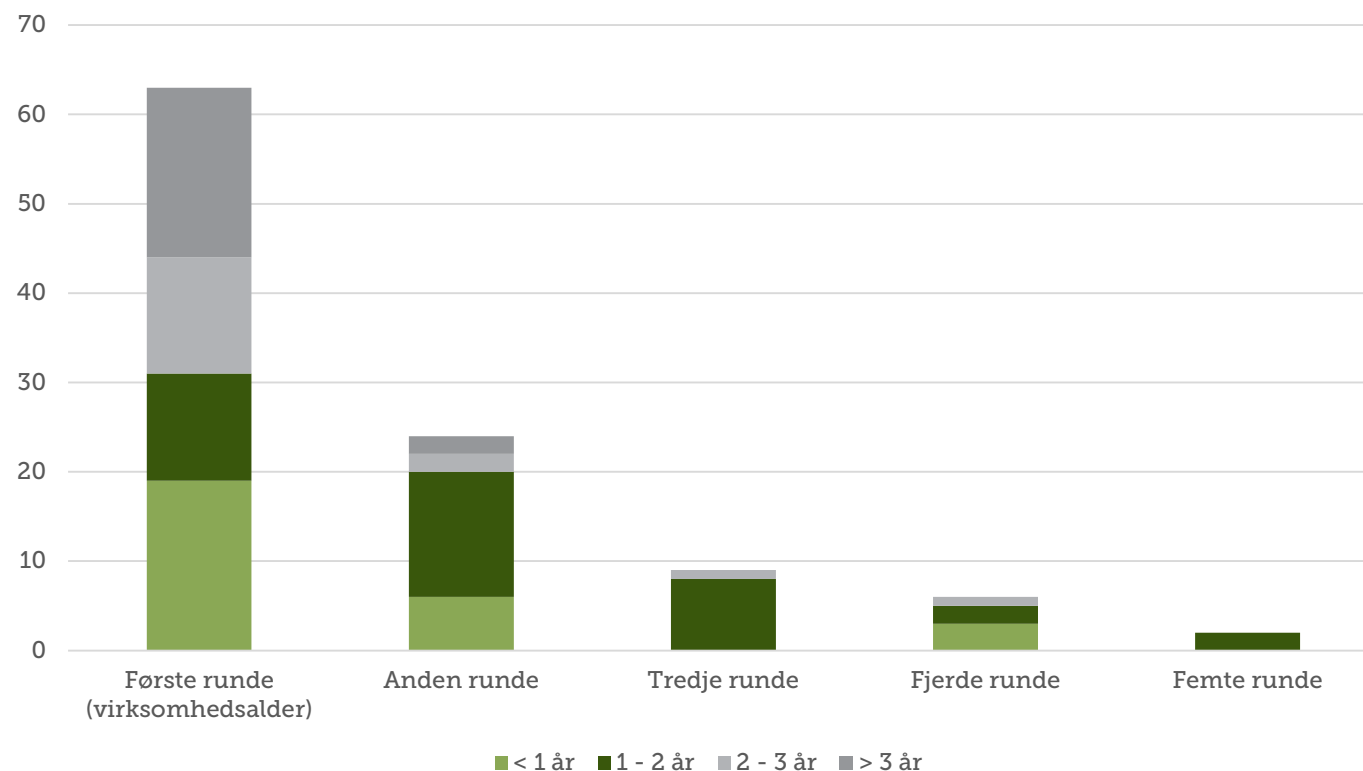
En anden forklaring på de stigende valuations kunne være at virksomhederne rejser mere kapital i dag før de rejser den første VC-runde end tidligere. Denne type kapital kunne fx være grants, pre-seed kapital eller business angel investeringer. Dette burde alt andet lige accelerere modningen og forøge valuation.

Dog synes udviklingen i investeret beløb før første VC-runde ikke at kunne forklare stigningen i pre-money valuation. Især når man fokuserer på medianen, som har en faldende trend frem mod 2016-2018, er det tydeligt at større investeringer før første VC-runde ikke er en forklaring på de højere valuations.

Bemærk, at der er stor variation i, hvor meget de enkelte virksomheder rejser før første VC-runde. Dette kan også aflæses i det store spænd mellem gennemsnittet og medianen. Som følge af dette spænd vurderer vi, i dette tilfælde, medianen som værende en bedre indikator for den underliggende trend.

Typisk maks 2 år mellem hver runde

Alder ved første VC investering og tid mellem runderne

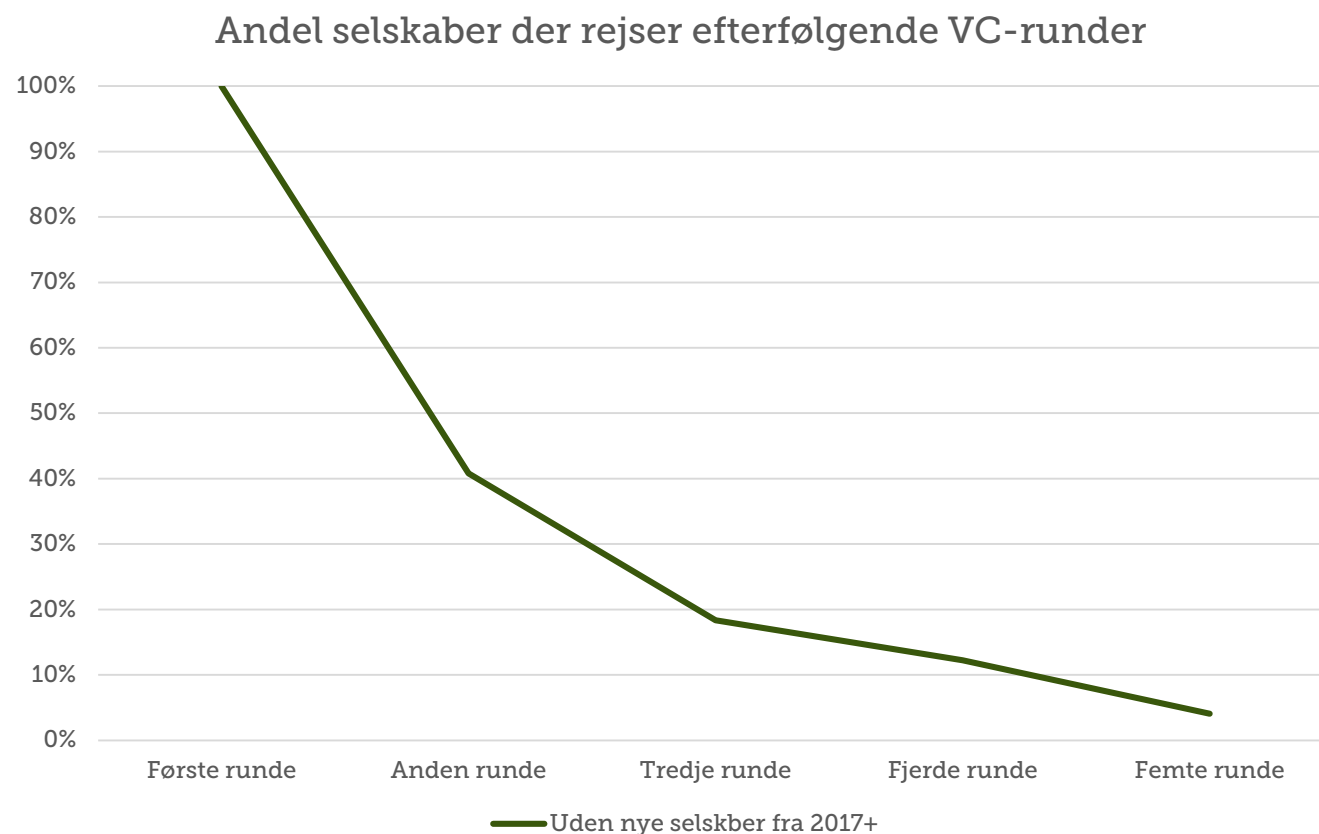


Efter første runde er der en yderst stabil frekvens i investeringerne

Der er i første runde stor spredning i virksomhedernes alder ved første VC-runde. De efterfølgende VC-runder falder dog typisk maksimalt 2 år efter den foregående runde. Hele 85% af dem, der lykkes med at rejse 2., 3. og 4. runde, gør det inden for 2 år efter den foregående runde. Vi konkluderer derfor, at der er stor forskel på, hvornår virksomheder er modne til første VC-investering, eller hvor lang tid VC'erne er om at identificere dem – men efter første runde sker investeringerne med et meget fast mellemrum.

Én potentiel forklaring bag de hyppige finansieringsrunder, kan være, at vi fokuserer på ICT-virksomheder. Denne branche er netop karakteriseret ved lavere kapitalkrav end mange andre brancher, hvorfor flere mindre og hyppigere investeringer kan være at foretrække.

Ca. 40 pct. af selskaberne rejser en 2. VC-runde

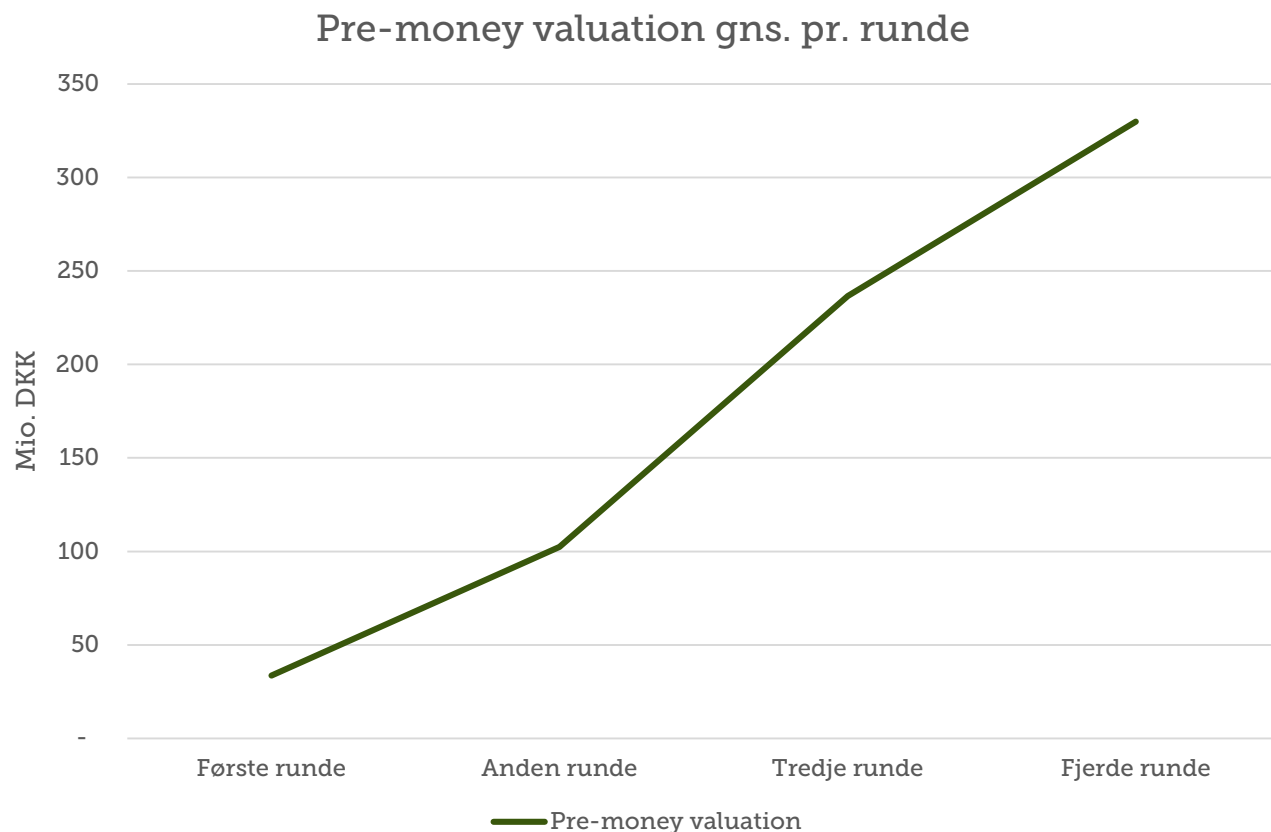


Groft set halveres antallet af virksomheder for hver runde der rejses

Over 40% af selskaberne rejser en runde 2 i perioden, men under 20% når at rejse en tredje runde.

I grafen ses andelen af selskaber som har modtaget første VC-runde før 2017, som formår at rejse flere runder. Vi har fjernet de seneste år, da selskaber fra disse år ikke har haft lang tid til at rejse yderligere runder, hvilket kunne resultere i en misvisende repræsentation.

Store stigninger i valuation til dem, der lykkes med at rejse flere runder



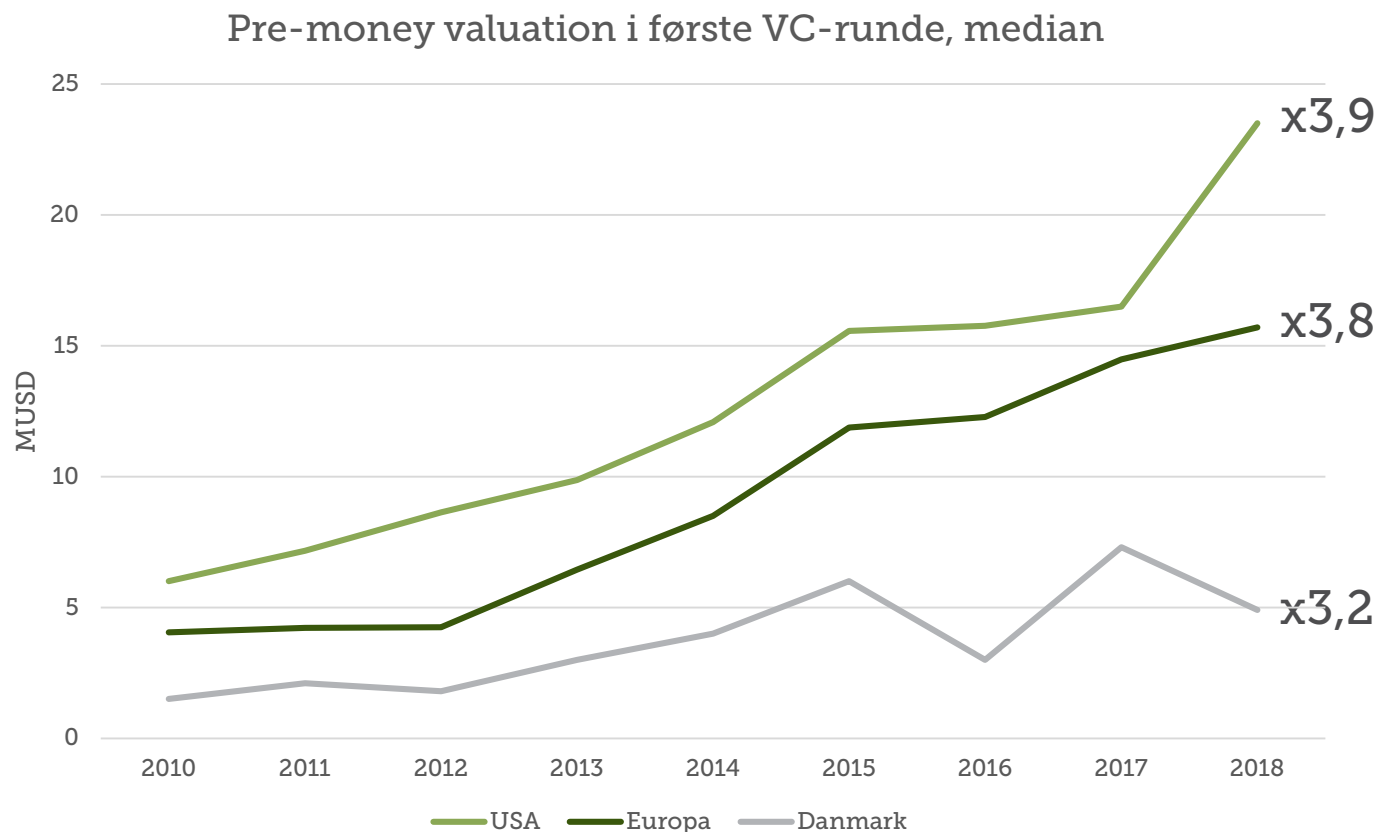
Pæne stigninger i pre-money valuation i takt med at der rejses flere runder

Som forventet sker der markante værdistigninger fra runde til runde, og de, der formår at rejse en runde 2, rejser kapital til en gennemsnitlig valuation på over 100 mio. DKK.

De stigende valuations må forventes at skyldes, at selskaberne er kommet længere ift. produkter og udrulning, hvilket retfærdiggør en tilsvarende højere valuation.

Vi har i denne graf fjernet observationerne i femte runde for at tydeliggøre udviklingen i de foregående runder. Vi har fjernet 2 observationer med en gennemsnitlig pre-money valuation på næsten 900 mio. DKK.

Afslutningsvist skal det bemærkes, at stigende pre-money valuations i første VC-runde er et globalt fænomen...



Pre-money valuations i Danmark ligger fortsat langt under resten af Europa og USA

På trods af stigende pre-money valuations ligger niveauet i Danmark fortsat væsentligt under, hvad man ser i resten af Europa og i USA. I 2018 lå pre-money valuation medianen i Europa 3x højere end i Danmark, mens den i USA var knap 5x højere.

Stigningstakten i pre-money valuations har over hele perioden fra 2010-2018 ligget på mellem 3x-4x i Danmark, Europa og USA. Men da både Europa og USA starter på et markant højere niveau i 2010 betyder det, at forskellene regionerne imellem bliver forholdsvist store i 2018 målt i kroner og ører.

Bilag – 1a. Virksomheder inkluderet i analysen

| Virksomhed | Fond | År |
|---|---|------|
| Capevo | VF Venture | 2010 |
| Dita Exchange | VF Venture | 2010 |
| Podio | Heartcore | 2010 |
| Codegroup / Sigma Estimates | VF Venture | 2011 |
| Codesealer | Seed Capital Denmark | 2011 |
| Endomondo | Seed Capital Denmark | 2011 |
| Firmafon | Seed Capital Denmark | 2011 |
| LeasingBørsen.dk | Heartcore | 2011 |
| Operator Systems | VF Venture | 2011 |
| Trustpilot | Seed Capital Denmark | 2011 |
| Vivino | Seed Capital Denmark | 2011 |
| Billetteo | VF Venture, Concentric | 2012 |
| Falcon Social | NorthCap | 2012 |
| Global Top Level | VF Venture | 2012 |
| ViaBill | NorthCap, Capnova | 2012 |
| IconFinder | VF Venture, North East Venture | 2012 |
| Blackwood Seven | Heartcore, Seed Capital Denmark, VF Venture | 2013 |
| CapitalAid DK | Heartcore | 2013 |
| Deskwolf | Seed Capital Denmark | 2013 |
| Insurance Business Applications (IBA) ApS | NorthCap | 2013 |
| Mofibo Books | Seed Capital Denmark | 2013 |
| Mojn.com | NorthZone | 2013 |

Bilag – 1b. Virksomheder inkluderet i analysen

| Virksomhed | Fond | År |
|--------------------------------|--------------------------------|------|
| Nordic Consumer Portals | NorthCap | 2013 |
| adQuota ApS | NorthCap | 2014 |
| AllUnite | NorthZone | 2014 |
| Coinify | Seed Capital Denmark | 2014 |
| Game Analytics | Heartcore | 2014 |
| Planday | Creandum | 2014 |
| Rushfiles | VF Venture, North East Venture | 2014 |
| Templafy | Seed Capital Denmark | 2014 |
| The Fasion | VF Venture | 2014 |
| AutoUncle | NorthCap | 2015 |
| Bluetown | Blackswan VC | 2015 |
| Bownty | Seed Capital Denmark | 2015 |
| Churchdesk | Mangrove | 2015 |
| Click a taxi | VF Venture | 2015 |
| Colego | NorthCap | 2015 |
| LinkFire | NorthCap | 2015 |
| Network Service for Truelinked | VF Venture | 2015 |
| PeakOn | Heartcore | 2015 |
| Sekoia | NorthCap | 2015 |
| Spektral | Seed Capital Denmark | 2015 |
| Tattoodo | Rocketship.vc | 2015 |
| Astralis Esport | Heartcore | 2016 |

Bilag – 1c. Virksomheder inkluderet i analysen

| Virksomhed | Fond | År |
|----------------|----------------------------------|------|
| Corti ApS | Heartcore | 2016 |
| DonkeyRepublic | VF Venture, Howzat Partners | 2016 |
| Oaxaca Group | Heartcore | 2016 |
| OrderYoYo | Seed Capital Denmark | 2016 |
| Tonsser | Wellington | 2016 |
| Cardlay | Seed Capital Denmark | 2017 |
| Edulab | VF Venture | 2017 |
| Eloomi | VF Venture | 2017 |
| FirstAgenda | VF Venture | 2017 |
| Grandhood | Seed Capital Denmark, Heartcore | 2017 |
| Labster | Balderton, Northzone | 2017 |
| MapsPeople | VF Venture | 2017 |
| Pleo | Creandum, Seedcamp, Speedinvest | 2017 |
| RFRSH | Heartcore | 2017 |
| Skidos labs | Seed Capital Denmark | 2017 |
| VEO | Seed Capital Denmark | 2017 |
| Dixa | Seed Capital Denmark | 2017 |
| Create it real | VF Venture | 2018 |
| Forecast | Seed Capital Denmark, Heartcore | 2018 |
| Monsido | VF Venture | 2018 |
| Zliide | Seed Capital Denmark, Nordic Eye | 2018 |
| GoodMonday | Seed Capital Denmark, Creandum | 2018 |

Bilag 2 – Begreber og definitioner

I denne analyse anvender vi en række begreber som vi forklarer betydningen af i det følgende:

- **Pre-money valuation:**
Dette er værdien af virksomheden på investeringstidspunktet, fratrukket investeringsbeløbet. Altså er det den værdi virksomheden har oparbejdet indtil investeringstidspunktet, inklusiv tidligere investeringer.
- **Syndikat:**
Såfremt mere end én investor deltager i den givne investering, da kaldes denne gruppe af investorer for et syndikat.
- **Investeret beløb:**
Dette er beløbet som syndikatet betaler for deres andel i selskabet.
- **Opkøbt ejerandel:**
Dette beregnes som investeret beløb/pre-money valuation.

Bilag 3 - Forbehold

- Datasættet som analysen bygger på registrerer kun egenkapitalændringer. Dette betyder at der ikke indgår fremmedkapitalinvesteringer i analysen. Som følge heraf vil investeringer såsom konvertibel gæld som udgangspunkt ikke være inkluderet. Bemærk dog, at såfremt gælden konverteres til egenkapital, da er denne ændring inkluderet i analysen. Som følge heraf kan der altså potentielt være mangler i analysen, da vi ikke har mulighed for at beregne valuations hvor en væsentlig del af dealen stammer fra fremmedkapital, da disse kurser typisk er fortrolige.
- Hele analysen er justeret for outliers således at outliers i de enkelte grafer er fjernet for at tydeliggøre den underliggende trend. Som nævnt i introen er Area9 trukket ud af hele analysen. Dette skyldes at Area9 vurderes som en outlier på en lang række parametre. Som eksempel herpå kan nævnes at dens pre-money valuation er ca. 5,5 gange større end analysens næststørste første VC pre-money valuation.

שנת
השנייה