



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

BTH3620 Verdsettelse Juventus

Navn: Drin Zymeri, Keivan Ghaedamini, Robin Arne Mevold

Utlevering: 07.01.2019 09.00

Innlevering: 03.06.2019 12.00

Bacheloroppgave
ved Handelshøyskolen BI

JUVENTUS



- Verdsettelse av Juventus FC -

Eksamenskode og navn:

BTH 3620 Bacheloroppgave

Økonomi og administrasjon

Studiested: Oslo

Innleveringsdato: 03.06.2019

“Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.”

Forord

Vi er tre studenter fra Handelshøyskolen BI Oslo, som har skrevet denne bacheloroppgaven som en avslutning på vår bachelor i økonomi og administrasjon. Vi valgte å skrive en verdivurderings oppgave for dette hørtes ut som et interessant tema hvor vi får brukt mye relevant teori fra våre tre års studier på BI. Arbeidet med denne bacheloroppgaven har vært krevende og veldig lærerikt. Denne oppgaven har gitt oss muligheten til å fordype oss på aspekter bak verdsettelse, og det har vært spennende å analysere regnskapstallene til en stor internasjonal bedrift. Gjennom dette arbeidet har vi har økt kompetansen vår innenfor makroøkonomi og finansiell økonomi.

Vi vil også takke Tor Tangenes som delte ut mye kunnskap, motivasjon og god veiledning gjennom hele prosessen. Gjennom oppgaveskrivingen har vi tilegnet oss mye ny kompetanse som vil være verdifullt når vi skal ut i arbeidsmarkedet. Til slutt vil vi også legge til at vi sitter igjen med god faglig utvikling etter oppgaven og er fornøyde med gjennomføringen av oppgaven og samarbeidet vårt.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien til fotballklubben Juventus FC. Juventus er en stolt klubb med rik historie, og de eksisterer i en bransje som er relativt uoversiktlig. Denne bransjen har sett en ekstrem vekst i nyere tid og er påvirket av mye kapitalinnsprøytning fra rike investorer. På bakgrunn av fagartikler, offisielle finansielle rapporter, teori og eksterne kilder vil vi bruke to forskjellige verdsettingsmetoder for å komme frem til en sluttverdi.

Innledningsvis vil vi presentere oppgaven vår og deretter gi et innblikk i historien til klubben og en kort bransjeanalyse. Videre skal vi forklare utredningsmetodene våres i oppgaven. Den strategiske analysen vil så belyse de interne og eksterne forholdene som kan være et fortrinn eller en utfordring for klubben. Dette gjøres gjennom strategiske analyser som PESTEL, Porters fem konkurransekrefter, VRIO og SWOT. Det er gjennomført en finansiell analyse hvor vi bruker kapitalverdmodellen for å finne avkastningskrav.

Videre vil vi utføre nødvendig utregninger og prognoserer for å kunne ta i bruk en kontantstrømsmetode. Her neddiskonterer vi kontantstrømmen vår med avkastningskravet for å komme frem til en nåverdi. Vi vil også foreta en multippel vurdering av selskapet for å teste om estimatet stemmer med en annen modell. I den avsluttende delen av arbeidet skal vi undersøke sensitiviteten til flere av faktorene for å finne ut hvilke som har størst påvirkning på netto nåverdi. I dette tilfellet har langsiktig avkastningskrav og vekst høyest sensitivitet. Vi vil også gjøre en scenarioanalyse for å få bedre innsikt i variablene. Til slutt kommer vi med en kritikk av oppgaven vår for å fremheve eventuelle svakheter.

Kontantstrømanalysen vår viser at Juventus FC har en verdi på €1 303 791 778,41, og ved bruk av en multippel modell så får vi sluttverdi på €1 202 901 233. Kontantstrømsmetoden er kjent som et mer nøyaktig verdivurderingsverktøy og derfor legges det mest vekt på det første resultatet, men det er ganske sannsynlig at den ekte verdien befinner seg et sted i intervallet mellom de to. I følge analysene våre er aksjekursen til Juventus underpriset.

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|----------|
| Bacheloroppgave | 1 |
| 1.0 Innledning..... | 7 |
| 1.1 Formål..... | 7 |
| 1.2 Problemstilling..... | 7 |
| 1.3 Avgrensninger..... | 8 |
| 1.4 Oppgavens oppbygning..... | 8 |
| 2.0 Historie..... | 8 |
| 3.0 Utredningsmetode..... | 11 |
| 3.1 Forberedelse..... | 11 |
| 3.1.1 Formål..... | 12 |
| 3.1.2 Tilnærming..... | 12 |
| 3.2 Datainnsamling..... | 12 |
| 3.2.1 Forskningsstrategi..... | 12 |
| 3.2.2 Datagrunnlaget..... | 13 |
| 4.0 Strategisk analyse..... | 14 |
| 4.1 Verdikonfigurasjon..... | 15 |
| 4.1.1 Primæraktiviteter..... | 15 |
| 4.1.2 Sekundæraktiviteter..... | 16 |
| 4.2 PESTEL..... | 17 |
| 4.2.1 Politiske forhold..... | 17 |
| 4.2.2 Økonomisk..... | 17 |
| 4.2.3 Sosiokulturelle forhold..... | 18 |
| 4.2.4 Teknologiske forhold..... | 19 |
| 4.2.5 Samfunnmessige forhold..... | 20 |
| 4.2.6 Legale faktorer..... | 20 |
| 4.3 Porters fem konkurransekrefter..... | 21 |
| 4.3.1 Trusler fra nye inntrengere..... | 21 |
| 4.3.2 Kundenes forhandlingsstyrke..... | 22 |
| 4.3.3 Rivalisering blant dagens konkurrenter..... | 24 |
| 4.3.4 Trussel fra substitutter..... | 25 |
| 4.3.5 Leverandørens forhandlingsstyrke..... | 26 |
| 4.4 VRIO-analyse..... | 28 |
| 4.4.1 Omdømme..... | 28 |
| 4.4.2 Sponsorere..... | 29 |
| 4.4.3 Supportere..... | 29 |
| 4.4.4 Spillerstall..... | 30 |
| 4.4.5 Akademi/Utdannelse..... | 30 |
| 4.4.6 Geografi..... | 30 |
| 4.5 SWOT..... | 31 |

| | |
|---|----|
| 4.5.1 Styrker | 31 |
| 4.5.2 Svakheter | 32 |
| 4.5.3 Muligheter | 32 |
| 4.5.4 Trusler | 32 |
| 5.0 <i>Finansiell metode</i> | 33 |
| 5.1 Valg av metoder | 33 |
| 5.2 Avkastningskrav | 34 |
| 5.3 Avkastningskrav til egenkapitalen | 34 |
| 5.3.1 Risikofri rente | 35 |
| 5.3.2 Markedets risikopremie | 35 |
| 5.3.3 Estimering av Beta | 35 |
| 5.3.4 Blumes justeringsmodell | 36 |
| 5.3.5 Beregning av egenkapitalen avkastningskrav | 37 |
| 5.3.6 Avkastningskrav til gjelden | 37 |
| 5.4 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) | 39 |
| 6.0 <i>Regnskapsanalyse</i> | 39 |
| 6.1 Historisk informasjon | 40 |
| 6.1.1 Resultatregnskap | 40 |
| 6.1.2 Balanseregnskap | 43 |
| 6.2 Trendanalyse | 44 |
| 6.2.1 Relevante nøkkeltall | 45 |
| 6.2.2 Driftsmargin | 45 |
| 6.2.3 Vekst | 45 |
| 6.3 Nøkkeltallsanalyse sammenlignet med bransjestandard | 46 |
| 6.3.1 Driftskostnader og driftsinntekter | 47 |
| 6.3.2 Driftsmargin | 49 |
| 6.3.3 Vekst | 51 |
| 7.0 <i>Prognostisering av kontantstrøm</i> | 52 |
| 7.1 Prognoseperiode | 52 |
| 7.2 Prognosemodellen | 52 |
| 7.2.1 Langsiktige vekstraten | 52 |
| 7.3 Inntekter | 54 |
| 7.4 Kostnader | 55 |
| 7.5 Driftsmargin | 56 |
| 7.6 Skattekostnad | 57 |
| 7.7 Investeringer | 58 |
| 7.8 Prognostisering av arbeidskapital | 59 |
| 8.0 <i>Verdivurdering</i> | 60 |
| 8.1 Diskontert kontantstrøm modell | 60 |

| | | |
|-------|---------------------------------------|----|
| 8.2 | Multipelvurdering | 61 |
| 8.2.1 | Sammenlignbare selskap | 62 |
| 8.2.2 | Multipler | 62 |
| 9.0 | <i>Sensitivitetsanalyse</i> | 64 |
| 9.1 | Vekst | 64 |
| 9.2 | Totalkapitalens avkastningskrav | 65 |
| 9.3 | Driftsmargin | 66 |
| 9.4 | Beta | 67 |
| 9.5 | Scenarioanalyse | 67 |
| 10. | <i>Kritikk</i> | 70 |
| 11. | <i>Konklusjon</i> | 71 |
| 12. | <i>Litteraturliste</i> | 73 |

1.0 Innledning

Denne oppgaven skal symbolisere avslutningen for 3-års skolegang. Alle deltakerne går retningen økonomi og administrasjon. Det viktigste for oss var å finne et emne som vi finner attraktivt for å kunne belyse det gjennom oppgaven. Alle tre har drevet med fotball i gjennom hele livet og har en over gjennomsnittlig interesse for idretten. Vi så på det som naturlig å velge dette temaet i oppgaven, når muligheten for bedre innsikt i industrien kombinert med interessen for utdanningen og profesjonen dukket opp. Dermed fant vi ut at vi skulle verdivurdere én fotballklubb. Valget angående hvilken fotballklubb skulle verdivurderes, ble valgt gjennom en lidenskap for italiensk fotball, og faktumet at klubben måtte være børsnotert. Dette begrenset mulighetene våre ned til tre fotballklubber. Det endelige valget falt på Juventus FC.

Analysen vil bygge på eksterne og interne regnskapsmessige forhold. Regnskapstall innhentet for Juventus er hentet fra deres offisielle finansielle rapporter. Videre er andre nøkkeltall for sammenlignbare klubber primært hentet fra finansielle rapporter, men også anerkjente analyseselskap. Denne oppgaven skal belyse verdien til Juventus, og determinere faktorer som gir innsikt på markedsposisjonen gjennom forskjellige litterære metoder.

1.1 Formål

Hovedformålet vil være å avgjøre en sluttverdi for Juventus FC, analysere resultatet gjennom sammenligning av andre børsnoterte lignende klubber og justere for fremtidig risikoer. Som en følge av denne analysen vil visse forutsetninger forekomme for å estimere en verdi. Forutsetningene ville være basert på analyse av historisk informasjon og en strategisk analyse som vil gi innsikt i klubbens markedsposisjon.

1.2 Problemstilling

For å kunne determinere en sluttverdi til klubben, så vil vi se om tradisjonell verdsettelses- metodikk tilegner seg i en bransje som påvirkes i stor grad av finansielle tall som ikke er vanlig å ta i betraktning. Dermed er problemstillingen konkretisert til: *Hva er verdien av Juventus fotballklubb den 30.06.2018?*

Juventus sitt formål vil være kritisk for å kunne estimere verdien, da fotballbransjen oppfører seg uvanlig i forhold til en mer tradisjonell bransje. Dermed kan regnskapstall bli påvirket fra inntjeningsbaserte selskap, som kun fokuserer på gode regnskapsmessige resultater.

1.3 Avgrensninger

Aksjene til Juventus er fordelt og eid av datterselskaper i tillegg til å ha en betydelig del frittflytende på markedet. Ut ifra oppgavens hovedfokus velger vi å se på det under ett og gjøre verdivurderingen basert på det. Det vil også forekomme en naturlig avgrensning i oppgaven fordi det er få fotballklubber som er notert på børs. Det er disse klubbene vi betrakter som sammenlignbare selskaper. Vi avgrenser også til europeisk toppfotball. Historisk informasjon avgrenses fra 7 års perspektiv da Juventus i 2006 opplevde en juridisk sak som trakk dem ned i divisjonssystemet. Dermed er tidligere regnskapstall påvirket av stor vekst for gjenreising av klubben. Dette ville påvirket verdien til Juventus betraktelig, og gitt en feil estimasjon av resultater.

1.4 Oppgavens oppbygning

Kapittel 1 i oppgaven vil bestå av en innledning, problemstilling og avgrensninger/begrensninger. I kapittel 2 dykker vi inn i historien til Juventus fotballklubb for å se hvilke verdier klubben er bygget på, dens opprinnelse og hva den har oppnådd på sin reise frem til den dag i dag. Kapittel 3 består hovedsakelig av datainnsamling og hvilke analyseverktøy vi skal ta i bruk. Kapittel 4 er den litterære delen hvor vi gjør rede for teorier og modeller som SWOT, PESTEL, VRIO og Porters fem konkurransekrefter. Kapittel 5, 6 og 7 er finansielle og består hovedsakelig av kvantitative analyser. De resterende kapitlene 8-11 er hvor vi spesifiserer dataene vi har samlet, tar en verdivurdering, gjennomfører analyser og deretter drøfter resultatene og til slutt kommer med en konklusjon i henhold til problemstillingen.

2.0 Historie

Juventus FC ble stiftet i 1897 og er en av Italias eldste fotballklubber. De kan vise til et rekordantall Serie-A trofeer og er anerkjent som den mest suksessfulle italienske klubben. Det hele startet en varm sommerdag i Torino, nærmere bestemt på Corso Re Umberto, en av Torinos mest kjente gater. Blant en
8

vennegjeng som delte en lidenskap for fotball, en idrett hvor populariteten var i ferd med å skyte i været, dukket det opp en idé om å starte opp en klubb. De gikk alle på videregående skole på denne tiden, hvorav klubbnavnet ble til - “Juventus”, som betyr ungdom. Deres hjemmebane er Allianz Stadium som rommer 41.000 seter og hadde et gjennomsnitt på 39.948 tilskuere i 2017/18 sesongen (Statista, 2019). Den italienske storklubben ble i 1923 tatt over av familien Agnelli gjennom investeringsselskapet deres Exor. Siden den gang har eierne gjort store investeringer i klubben som har ført til sportslige og økonomiske oppturer i klubben. Juventus FC er én av tre klubber i Italia som er børsnoterte hvor deres aksjer er fordelt på følgende måte: 63,8% til Exor N.V (Agnelli familiens investeringsselskap), 11,3% til Lindsell Train Ltd og de resterende 24,9% er eksterne investorer.

Klubbens første klubbpresident var Enrico Canfari, deres første stadion var Piazza d’Armi og deres første drakter hadde en rosa farge. Det var først tre år senere at klubben byttet til den berømte zebra fargede drakten også kalt “Bianconeri”, som de til den dag i dag er kjente for. Det skulle ta fem år til før klubben vant sin første italienske tittel. De følgende årene etter triumfen skulle vise seg å bli sportslig vanskelig for Juventus. Deres daværende president i klubben, Alfredo Dick, forlot klubben som følge av anklagelser og internt bråk. Etter å ha forlatt stiftet han Torino FC, som helt siden sin oppstandelse er blitt sett på som erkerivalen til Juventus. Han tok også med seg de beste spillerne fra Juventus til den nystiftede klubben.

Klubbens gjenoppreisning startet etter første verdenskrig. Målvakten Giaccone og forsvarsspillerne Novo og Bruna ble de første til å representere Juventus på det italienske fotballandslaget. Og med sterke bidrag fra egenutviklede spillere som Combi, Rosetta, Munerati, Bigatto og Grabbi, ble Juventus igjen ansett som en toppklubb. Den 24. Juli i 1923 ble det holdt et styremøte hvor det ble bestemt at Eduardo Agnelli, sønn av stifteren av Fiat, skulle være klubbens nye president. Med nyansettelsen fikk Juventus sin aller første treningsanlegg i Corso Marsiglia. Klubben hadde nå grunnlaget for å bygges opp til en storhet. En kombinasjon av deres trener Carlo Carcano og en gruppe italienske spillere førte til “de fem gullårene”, 1930-1935 da Juventus virkelig begynte å sparke ifra seg med fem strake seriemesterskap og fire semifinaler i europeisk sammenheng.

Alt gikk på skinner sportslig i Italia. Klubben var dominerende, satte rekorder og dro inn tittel etter tittel. Så dukket det opp en juridisk etterforskning av klubben mot slutten av 2005/2006 sesongen i sammenheng med kampfiksing som førte til at de ble degradert til Serie B og -9 poeng fratrukk ved sesongstart, samt fratrukk av de to foregående titlene. Selv om flere nøkkelspillere forsvant fra klubben som følge av skandalen, var stammen i laget fortsatt intakt. Juventus rykket opp til Serie A på første forsøk med Del Piero øverst på toppscorerlisten i Serie B og som mestscorende gjennom tidene i Juventus.

Dermed startet reisen igjen mot toppen av italiensk og europeisk fotball. Etter å ha blitt promotert til Serie A, ble Andrea Agnelli ansatt som styreleder og jobben med å restrukturere ledelsen var i gang. Inn kom Antonio Conte som trener for laget etter å vært spiller i mer enn 13 år. Han så klare svakheter og visste hvor i laget det måtte styrkes og signerte dermed spillere. Med et nytt stadion og attraktiv fotball gikk Juventus ubeseiret gjennom sesongen og sikret sitt 30. seriemesterskap. Med suksess på banen førte dette også med seg suksess utenfor banen med både ny-åpning av J-museum og lanseringen av et utdanningsprogram hvor unge og aspirerende kan kombinere skole og fotball. Og det stoppet ikke der. Følgende sesong gikk man til topps i den italienske super-cupen og sikret sin 6. cup-tittel, samt det 3. strake seriemesterskapet med rekordmange 102 poeng ved endt sesong.

Sommeren 2015 ønsket klubben hele ti nye spillere velkommen til klubben, samtidig som fire spillere som har vært en viktig del av laget de siste årene tok farvel. Etter en dårlig start på sesongen, så klarte klubben i siste serierunde sikre seg et nytt trofé. Med seriemesterskap og cup-tittel to år på rad hadde man igjen skrevet seg inn i historiebøkene. Påfølgende sesong fortsatte man å skrive seg inn i historiebøkene med 6. strake seriemesterskap og 3 strake cup-titler. I Europa kom Juventus til kvartfinalen og hadde slått sterke lag som Porto, Barcelona og Monaco på veien hvor Real Madrid til slutt ble for sterke. Påfølgende sesong i 2017/18 sikret Juventus sin 7. strake seriemesterskap og 4. strake cup-tittel, og jakten på flere er i gang i skrivende stund.

2.1 Bransje

Bransjen Juventus befinner seg i er ekstremt omfattende. Fotballbransjen inkluderer alt av fotballag fra Manchester United til lokale hobbylag. Vi har valgt å avgrense bransjen til Europeisk toppfotball. Dette inkluderer ligaene Premier League (England), Serie-A (Italia), Primera Division (Spania), Ligue 1 (Frankrike) og Bundesliga (Tyskland). Sammen med dette eksisterer det også enkelt klubber i andre europeiske ligaer som går under kategorien. Selv med avgrensningene våre er det en stor bransje som byr på høy konkurranse.

Konkurransen for publikum befinner seg kun i den hjemlige ligaen. Den sportslige konkurransen befinner seg både i hjemlig og internasjonal arena. En særegen faktor ved denne bransjen er at konkurransen endrer seg årlig. Hvert eneste år er det nye konkurrenter i den hjemlige ligaen da noen lag rykker ned og andre kommer opp.

Bransjen har i løpet av de siste 10-årene sett en stor vekst i publikum, penger, mediedekning og generell interesse. Mye tyder på at veksten ikke vil avta nevneverdig i nærmeste fremtid. Hovedgrunnen til det er at det er fortsatt mange markeder som ikke har adaptert fotballen på samme måte som europa, og markedet har fortsatt vekstpotensiale. Sammen med dette har inntekter og tilskuertall fortsatt en imponerende økning. Det er også viktig å forstå at dette er en bransje litt utenom det vanlige. Det er enorme følelser og engasjement rundt produktet de produserer. Dette gjør at det er et sensitivt marked og kan føre til anomaliteter i tall på grunn av sportslige prestasjoner.

3.0 Utredningsmetode

I dette kapittelet skal vi gjøre rede for den metodiske tilnærmingen. Metode er en planmessig fremgangsmåte for å nå et mål og veien for å nå målet er bygd opp slik; forberedelse, datainnsamling og dataanalyse, og det er nettopp disse tre fasene vi skal utdype oss mer i kapittelet.

3.1 Forberedelse

For å få en oversikt over klubbens tilstand økonomisk tok vi i bruk deres årlige finansrapport som blir lagt ut på deres hjemmeside og er tilgjengelig for alle.

Rapporten inneholder årets finansielle rapport samt rapporter for flere år tilbake, men vi har valgt å se på de 7 foregående årene da vi føler dette vil gi oss et klart bilde på deres økonomiske grunnlag. Gjennom diverse søk på internett fant vi også oss frem til informasjonskilder som viste til historien til klubben og dens opprinnelse. I tillegg til dette har vårt studie av relevant litteratur i henhold til verdsetting av virksomheter vært en sterk bidragsyter.

3.1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å komme frem til en verdsettelse av klubben basert på undersøkelser vi gjennomfører av de foregående 7 årene. Basert på diverse analyser og en gjennomgang av deres historie har vi fått et grunnlag til å estimere klubbens verdi.

3.1.2 Tilnærming

Tilnærmingen i denne oppgaven vil inngå å innhente historisk informasjon, og bruke relevant metodikk fra litteratur. Den innhentede datainnsamlingen og informasjon skal til slutt dannes til en konklusjon. Det må helt klart påpekes at konklusjonen vi kommer frem til ikke er en fasit, da en slik oppgave bygges på observasjoner av fakta og subjektive forutsetninger, og det vil da være helt naturlig at andre kan og vil komme frem til andre konklusjoner enn den vi kommer frem til. Den riktige terminologiske forklaringen på dette er hermeneutikk, som er læren om fortolkning av tekster. Det betegner de humanistiske vitenskapenes særlige metode eller en filosofisk teori om all forståelse (Tønnessen, 2018).

3.2 Datainnsamling

3.2.1 Forskningsstrategi

Dette er en case-oppgave av en bestemt fotballklubb. Selv om case-studier bare tar for seg én enkelt enhet, brukes metoden som regel til å kaste lys over en hel klasse av viktige fenomener ut fra en grundig, helhetlig beskrivelse av det enkelte tilfellet (Dahlum, 2018).

3.2.2 Datagrunnlaget

Vi har innhentet både kvalitative og kvantitative data i dette case-studiet. Selv om det mest vanlige er å bygge studiet basert på kvalitativ informasjon, så kan man også benytte seg av kvantitativ informasjon. Det kvalitative er ikke-tallfestede data, mens det kvantitative er innhentede data som kan gjøres om til tall og statistikk. Kombinasjonen av innhentet primær og sekundærdata har vært fundamentet for å kunne gjennomføre studiet. Dataene kan deles inn i ulike kategorier og vil bli nærmere forklart. De aktuelle verdiene vil bli lagt frem i kapittel 6.

1. Historie

Denne dataen ble innhentet på Juventus sin hjemmeside, hvor man kan se alt fra hvilke verdier klubben er bygget på til det de har oppnådd av sportslige suksesser. Vi mener det er viktig å ta i bruk denne type data, da immaterielle ressurser som nettopp historie og omdømme er meget viktige spesielt for en fotballklubb når det blant annet kommer til tilhengerne og rekrutteringer av nye spillere inn til klubben.

2. Strategisk analyse

I den strategiske analysen vår er det innhentet mye data for å kunne identifisere interne og eksterne faktorer som påvirker Juventus sin verdiskapning. Den strategiske analysen består hovedsakelig av kvalitativ informasjon med noe kvantitativ data for å understøtte. En gjennomgang av årlige rapporter fra klubben har vært hovedkilden vår til informasjon, i tillegg til våre søk på internettet som har ført oss til verdifull data.

3. Regnskapsanalyse

Regnskapstallene er hentet inn fra Juventus sine årsrapporter som er tilgjengelige på klubbens hjemmeside. Vi har valgt å bruke klubbens 7 foregående årsrapporter slik at vi kan få en helhetlig oversikt over klubbens økonomiske bilde. Vi tok også i bruk en Bloomberg-terminal for å kunne finne spesifikke nøkkeltall, samt finansielle nettsider.

4. Finansiell metode

Valget av bruk verdsettelsesmodellene for verdsettelsen av Juventus ble understøttet av litteraturen “Verdivurdering” som er skrevet av Kaldestad og Møller, som vi fikk anbefalt av Tor Tangenes samt en artikkel vi fikk av Tor fra magma.no. Modellene som ble brukt er diskontert kontantstrøm modell(DCF), multippelvurdering, sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse. Hvor den primære metoden vil være diskontert kontantstrømsmodellen. Dette gjøres på bakgrunn av våre strategiske analyser av klubben, på de historiske regnskapstallene og balansen. Avkastningskrav til egenkapitalen finnes ved bruk av kapitalverdimodellen, som vi fant frem til på capm.no. Vi brukte også tradingeconomics.com og statista.com for å finne tall på statsobligasjoner og markedets risikopremie i det italienske markedet. For å finne egenkapitalbetaen til Juventus tok vi i bruk Bloomberg-terminalen.

5. Prognostisering av kontantstrøm

For å kunne gjennomføre en prognostisering var vi nødt til å ta utgangspunkt i de historiske regnskapstallene som vi tidligere har nevnt er tilgjengelige på deres hjemmeside, samt vår egen strategiske analyse. Vi var nødt til å ta i bruk en Top-down modell da vi ikke har innsikt til detaljerte segmenter som kreves for en Bottom-up modell. Vi fant en artikkel fra et intervju av klubbens Chief Revenue Officer gjort av Forbes, som ga oss et pekepinn på hva en realistisk prognostisering kunne være.

4.0 Strategisk analyse

Den strategiske analysen av Juventus FC skal belyse de interne og eksterne forholdene som skal være med på evaluere hvilke egenskaper og fortrinn bedriften kan skape for å oppnå verdi for sine kunder og supportere. I all hovedsak skapes verdi i klubben av å generere profitt gjennom enten sportslige prestasjoner, eller i form av konkurransefortrinn i bransjen. De sportslige prestasjonene til klubben har vært dominerende i Serie A og Coppa Italia, samt gode resultater i de europeiske konkurransene. Noe som har gitt klubben en tiltrekningskraft i form av supportere i hjemmekamper. De to siste årene har klubben fylt Allianz Stadium, som har en tilskuerkapasitet på 41 507 med et gjennomsnitt på 39 510 tilskuere hver hjemmekamp (Statista, 2019). Dette er en trend som viser at klubben har en enorm tiltrekningskraft.

Den strategiske analysen er valgt til å deles opp i tre hoveddeler. Første delen skal bestå av en PESTEL-analyse som belyser makrofaktorene. Analysen består av seks makroforhold som er sentrale i markedet; Politiske, Økonomiske, Sosiokulturelle, Teknologiske, Samfunnsmessige og Legale faktorer. PESTEL-analysen fungerer som en retningslinje for selskapets styrker og svakheter i markedet. For å bygge videre på de eksterne forholdene i markedet tar vi i bruk Michael Porters femkraftsmodell som tegner de truslene og svakhetene i bransjen, samt konkurransesituasjonen.

Den strategiske analysen skal også belyse de interne forholdene, så vi har tatt i bruk en VRIO-analyse som verktøy for å kunne definere disse. VRIO-analysen er en analyse som gir innsikt i bedriften sine ressurser, herunder; Verdi, sjeldenhet, imiteringsmuligheter og organiserbarhet. Dette er klare faktorer på om klubben har muligheter til konkurransefortrinn. En SWOT-analyse vil bli brukt til å oppsummere styrkene, svakhetene, truslene og muligheter som vi har funnet gjennom de eksterne og interne analysene. Styrkene skal være med på å identifisere langvarige konkurransefortrinn virksomheten har eller kan ta i bruk. Svakhetene skal være med på å determinere forhold som kan svekke konkurransesituasjonen. Muligheter og trusler til bedriften kommer igjennom av de eksterne analysene.

4.1 Verdikonfigurasjon

En verdikonfigurasjon definerer de faktorene som klubben ytrer som de viktigste for verdiskapning og virksomhetsstyring. I en verdikonfigurasjon så skiller man som oftest mellom aktivitetene i; primær- og sekundæraktiviteter. Hvorav primæraktivitetene utgjør den direkte knyttelsen til tjenesten Juventus tilbyr, og sekundæraktivitetene er administrative aktiviteter som støtter under de primære. En verdikjedeanalyse tas i bruk for å kunne få en dypere innsikt i virksomheten, og oppnå forståelsen angående verdiskapningen i bedriften.

4.1.1 Primæraktiviteter

De primære aktivitetene til Juventus omhandler alle de aktivitetene som knyttes opp til verdiskapningen direkte. De to hovedkategoriene for verdiskapningen til Juventus er salg og markedsføring. Markedsføringen omhandler den verdien

klubben klarer å skape gjennom reklamering av varemerket Juventus. Herunder kommer de sportslige prestasjonene til klubben inn som en viktig faktor, med mulighet til å tiltrekke attraktive sponsorer og avtaler som gir klubben økonomisk støtte til å yte mer sportslig. Markedsføringen av Juventus er også med på å tiltrekke nye supportere og beholde tidligere supportere, som er en hovedinntektskilde gjennom kampbilletter og merchandising.

En viktig parameter er å kunne yte den beste servicen mulig slik at opplevelsesfaktoren til kundene blir oppfylt og ikke lett kan substitueres med en annen aktivitet. Prissettingen av merchandise og kampbilletter påvirkes i stor grad av hva supporterne er villig til å betale. Dermed er servicen klubben ytrer essensiell for å kunne fastsette priser som gir en stabil og ønskelig inntektspost. Fotballtilhengere har i en stor grad lojalitet til klubben dem er tilhenger av, men sportslige prestasjoner og misnøye med service i forhold til prisen av produktene kan føre til tap av en fast inntektskilde til klubben.

4.1.2 Sekundæraktiviteter

Som tidligere nevnt skal sekundæraktiviteter støtte de primære. I Juventus sitt tilfelle er dette innkjøp, merkevare- og rennomébygging. For å kunne støtte opp under salgsaktiviteten trenger klubben å ha fokus på innkjøp. Det er viktig at produktene de tilbyr er tilgjengelig til alle tider. Dette gjelder merchandise og kampbilletter. Ved å ha en nøyaktig prognose på hvor mye som trengs av enkelte produkter kan man gjennom logistikk alltid ha produkter klare for kundens behov. Logistikkproblemer vil føre til tapt inntekt og misnøye blant fanskaren.

Videre opererer klubben med en distinkt administrativ del som har i oppgave å bygge videre på merkevaren Juventus. Ved å beholde populære sponsorer som kundene har kjennskap til og anerkjenner, samt den økonomiske effekten den har på resultatregnskapet og kontantstrømmen vil klubben ha god nytte av dette. En blanding av de sportslige prestasjonene og merkevaren har tilføyd en fornyelse av kontrakten med Adidas, som skulle ha utløpt 2021, videre til 2027 til en verdi av 408 millioner euro.

4.2 PESTEL

4.2.1 Politiske forhold

Umiddelbart vil man tenke at politiske faktorer spiller lite inn i fotballverdenen. Fotball spesielt på nasjonalt nivå kan brukes som et virkemiddel for å skape fred og samle en folkegruppe. Eksempler på dette kan være da Irak i 2007 vant asiamesterskapet i fotball med et lag fullt av kurdere, sunni- og sjiamuslimer. Til tross for dette stilte nasjonen seg bak dem uavhengig av politisk og religiøs bakgrunn for å feire denne bragden. I andre sammenhenger kan vi se at organisasjoner som Unicef, bruker kjente fotballspillere som talsmenn. Hvis vi skal spesifisere mer til kategorien Juventus går under, altså klubbefotball, så vil politikk spille en mindre rolle. Det mest interessante å se på med forhold til klubbefotballen, er skatt. Fotballspillere tjener som kjent mye penger og med det kommer selvfølgelig også høy skatt. I nyere år har vi sett saker om skatteunndragelse fra fotballens største stjerner. Skattereglene til de forskjellige landene kan ha stor innvirkning på å tiltrekke seg de største stjernene. I Juventus sitt tilfelle kom det en ny skattelov i 2017. Denne sier at hvis du ikke er italiensk statsborger har du muligheten til å ikke skatte på inntekt som kommer fra utenfor Italia opp til 100.000 Euro. Dette er utrolig gunstig med tanke på at det er mange kamper som blir spilt rundt omkring i Europa, for eksempel oppladnings turer til USA med mer. Det er spekulert i at dette var med på at Cristiano Ronaldo, som er en av fotballverdens største ikoner, valgte å flytte til Torino for å spille for Juventus.

4.2.2 Økonomisk

Fotballklubber opplever den samme renteøkningen/nedgangen og inflasjonen som resten av verden. Når den generelle økonomien synker vil også fotballklubber bli påvirket. Det fikk vi et eksempel på under finanskrisen i 2008. Sammenligner man med dagligdagse bransjer blir fotballklubber påvirket utrolig lite. De har styrtrike eiere og et stort publikum med økende etterspørsel etter kommersielle varer. Siden 2008 har mange største klubbene i Europa mer enn doblet seg i inntekter. Dette kommer frem i den historiske analysen.

Fotballspillere sine lønninger kan sees på som astronomisk høye, og de vokser i et utrolig tempo. I 2010 ble Carlos Tevez den første spilleren som tjente mer enn 1

million pund i måneden da Manchester City gikk til innkjøp av den argentinske spissen. Bare 9 år senere er det rapportert at den nye kontrakten til Lionel Messi er verdt rundt 6,4 millioner euro i måneden. Det har tidligere vært diskutert om muligheten til å stramme inn lønnslover i toppdivisjonene slik som det har blitt gjort i toppidrett i USA, men det virker ikke som det er noe som kommer til å bli implementert med det første. Det å opprettholde en overkommelig lønnsstruktur i klubben kan vise seg å være en av de største utfordringene til den moderne fotballklubb.

Historiske rapporter viser også at fotball er en bransje med lav priselastisitet når det gjelder kommersielle varer og kampbilletter. Vi kan ved flere tilfeller se at prisene på billetter og drakter har økt ganske drastisk uten at det har påvirket salget til noen grad. De største inntektene til en fotballklubb kommer fra sponsor-, medie-, kamp-, og overgangsinntekter. Sponsorinntekter er kanskje den inntektskilden som skiller seg ut mest og kan bli påvirket i en større grad av en eventuell økonomisk krise. Uavhengig av dette har historien så langt vist at veksten ikke blir dramatisk hindret av makroøkonomiske forhold.

4.2.3 Sosiokulturelle forhold

Dette forholdet dreier seg om hvordan endringer i moral og verdier kan påvirke bransjen (Kjetil Sander, 2017). Her har fotballklubbene et stort ansvar. Forholdet mellom supporter og klubb har i mange tilfeller bygget seg opp gjennom hele livet. En fotballsupporter kjenner stor tilknytning til spillere og klubb. Fotballspillere er rollemodeller for millioner av barn verden over og bør opptre deretter. Hendelser hvor en spiller viser dårlige verdier påvirker direkte oppfattelsen av klubben og vice versa. Juventus er en klubb som er opptatt av å bedre verden gjennom sin enorme påvirkningskraft. Juventus formann Andrea Agnelli sa i forbindelse med at en spiller hadde blitt utvalgt til å representere UEFA sin årlige donasjon til røde kors (ICRC); Fotball er definitivt ikke bare et spill. I dag er det en bransje som har muligheten til å påvirke både positivt og negativt. Dette henger sammen med de som har sentrale roller i fotball, enten det er fotball institusjoner, klubber eller spiller. De må alle ta på eget ansvar, som er å vite hvordan man skal ta verdien av fotball og potensial, og drive den i riktig retning (UEFA, 2017).

Et stort problem i fotballen har vært hooliganisme. Dette er en betegnelse på fotballsupportere som for det meste er ute etter å lage bråk, utøve vold mot det andre laget sine hooligans og markere territoriet sitt. Selve fotballen kommer ofte i andre omgang. I store fotballnasjoner som England har dette problemet til en stor grad forsvunnet etter hard motstand fra klubb, supportere og politi. I Italia derimot er dette fortsatt et problem, og er sterk motstander til hvordan klubbene vil fremstå. Juventus har en egen supportergruppe som består av hooligans, og de tar avstand fra oppførselen.

4.2.4 Teknologiske forhold

Vi ser teknologiske fremskritt hyppigere i dagens samfunn enn noen gang tidligere. Teknologien er en stor del av flesteparten av folk sin hverdag og dermed er det viktig for enhver fotballklubb å henge med. Juventus har jevnlig oppdaterte hjemmeside, Facebook, Twitter, Snapchat, Instagram og YouTube kanal. De har et eget team som har som hovedfokus å holde supporterne oppdatert med hva som skjer i og rundt klubben. Dette er gunstig for å opprettholde relasjoner til eksisterende kunder, samt bygge nye forhold til potensielle supportere. Dette kan generere inntekter til klubben hvis det blir gjort riktig.

Folkets tilgang til internett og tv-kanaler har hatt stor innvirkning de siste tiårene. Det er ikke lenger en nødvendighet for supportere å reise til stadion for å oppleve kampen. Det høres jo umiddelbart negativt ut med tanke på inntekter, men disse tv kanalene er ofte dyre og rettigheter for å vise dem blir solgt til rekordhøye summer. TV-inntekter har blitt avgjørende for fotballklubber, og gjennomsnittlig står de for 51% av klubbens inntekter i serie A (Football Italia staff, 2018).

De fleste faktorene som spiller inn på en fotballbane er konstante. Det laget som scorer flest mål vinner, og det er 11 spillere på hvert lag. Til tross for dette har det kommet noen teknologiske forhold som påvirker spillet i stor grad. Serie A var den første europeiske ligaen som tok i bruk VAR (video assistant referee). VAR gir dommeren en mulighet til å stoppe spillet for å ta titt på en situasjon på en TV-skjerm for å sikre seg at en situasjon ble riktig dømt, og deretter muligheten til å endre på avgjørelsen.

4.2.5 Samfunnsmessige forhold

Juventus sitt bidrag til samfunnet har eksistert i mange år, men det var først før 2017/18 sesongen da de åpnet en egen avdeling med ansatte som hadde fokus på samfunnsmessige forhold at bidraget økte betraktelig. Klubben har vært en sterk bidragsyter til gjenoppbyggingen av degraderte deler av byen. “Continassa” vil i fremtiden bestå av seks fasiliteter. JTC (Juventus training center) som er førstelagets treningsanlegg som i tillegg vil være Juventus sitt nye hovedkvarter, J Hotel, ISE internasjonale skole og en bygning som vil stå for arrangementer og bestå av butikker og kaféer. Komplekset vil i tillegg inneha et kraftverk. For å få dette ferdigstilt fortest mulig har Juventus samarbeidet med by-komiteén til Torino siden 2011. I tillegg til de nevnte fasilitetene står det et avansert medisinsk senter på østsiden av stadionet som både er for allmenn helse og spesialisert på sport med tilgang til fysioterapi. Det høy-standardiserte medisinske senteret er til for både spillere på Juventus sitt a-lag og Torino’s innbyggere til en rimelig pris. Det tilbys et bredt tilbud av medisinsk behandling fra diagnosestilling til spesialisert medisin, fra fysioterapi til rehabilitering og fra sportsrelatert medisinsk behandling til å tilby skreddersydde behandlinger for å styrke helsen.

4.2.6 Legale faktorer

Juventus tar i bruk en såkalt Health and Management (SGS) som de har hatt helt siden de fikk sertifisering tilbake i 2009. I jobben med å ivareta de ansattes helse og sikkerhet blir systemet vurdert årlig av “Certifying agency” som fornyer sertifiseringen om kravene oppfylles. Juventus sin sertifisering ble senest fornyet 29. september i 2017. Gjennom sine retningslinjer for helse og sikkerhet på jobb sørger klubben for at de ansatte får grundig opplæring slik at de kan takle problemer som måtte oppstå på en kontrollert og oversiktlig måte. Med andre ord, klubben sørger for spesifikk opplæring for ansatte på alle forskjellige plan. For å holde de ansatte oppdatert underveis angående helse og sikkerhet kommuniseres dette på forskjellige måter gjennom blant annet klasseromsundervisning, e-læring, e-mails, videoer og nyhetsbrev.

Kvinnefotball generelt i verden er i ferd med å bli akseptert i større grad hvor rettighetene og eksponeringen er i ferd med å utlignes med herresiden. Juventus er veldig opptatt av at lagene på herre og damesiden skal bli sett på som en helhet og ikke noe hver for seg. Man representerer samme klubb og verdiene klubben står

for. Juventus sitt damelag entret fotballverden offisielt først i 2017/18 sesongen, men det hele startet i 2015 da det ble opprettet et akademi for jenter som etter kun to år kunne telle over 100 medlemmer. Klubben ønsker å tilby jenter som har hatt det som en barndomsdrøm å kunne ta på seg den zebra-stripete drakten en mulighet til å spille seg inn på kvinnenenes A-lag.

4.3 Porters fem konkurransekrefter

Når vi nå skal foreta en ekstern analyse av Juventus FC har vi valgt å fokusere på porters fem krefter. Porters fem krefter er en modell som er laget av Michael E. Porter, og den analyserer og identifiserer fem krefter som former hver bransje. Den gir oss et innblikk i styrkene og svakhetene til bransjen, og kan bli brukt for å bestemme bedriftens strategi eller for å søke etter lønnsomhet og attraktivitet til bransjen.

4.3.1 Trusler fra nye inntrengere

Denne analysen ser på muligheten for en ny aktør til å etablere seg i bransjen, og dermed skape økt konkurranse i den samme bransjen. Muligheten for dette baserer seg på inngangsbarrierene. Inngangsbarrierer kan være høyt kapitalbehov, patenter, kunders mulighet til å bytte leverandør, stordrift, merkeloyalitet mm.

Vår mening er at dette ikke er en nevneverdig stor trussel for Juventus FC. Europeisk toppfotball er ekstremt regulert, og det skal mye til for en ny klubb å etablere seg i toppsjiktet av europeisk fotball. Først og fremst er fotballen satt opp i et divisjonssystem som betyr at gode sportslige prestasjoner er eneste måten å komme seg oppover i divisjonene. I Serie A så er det tre lag som rykker ned en divisjon hvert år, og dermed tre lag fra Serie B (nest høyeste nivå i italiensk fotball) som rykker opp. Dette er basert på hvem av de 20 lagene i serie A som har akkumulert minst poeng i løpet av en sesong. Det vil si at hvis nye inntrengere skal være en trussel for Juventus må noen av de nyopprykkede lagene kapre kunder eller supportere, og dermed begrense lønnsomheten. Som vi har snakket om tidligere er fotballsupportere i stor grad meget knyttet til sin egen fotballklubb som fører til at dette er en ganske liten trussel. Vi kan også legge til at nyopprykkede klubber ofte ikke har de samme økonomiske kreftene og sportslige tradisjonene som de etablerte toppklubbene og derfor er det vanskelig å etablere

seg over flere sesonger. Juventus har også i sin 130 år lange historie kun blitt sendt ned til det nest høyeste nivået én gang tidligere, og det var på bakgrunn av den kjente kampfiksingskandalen.

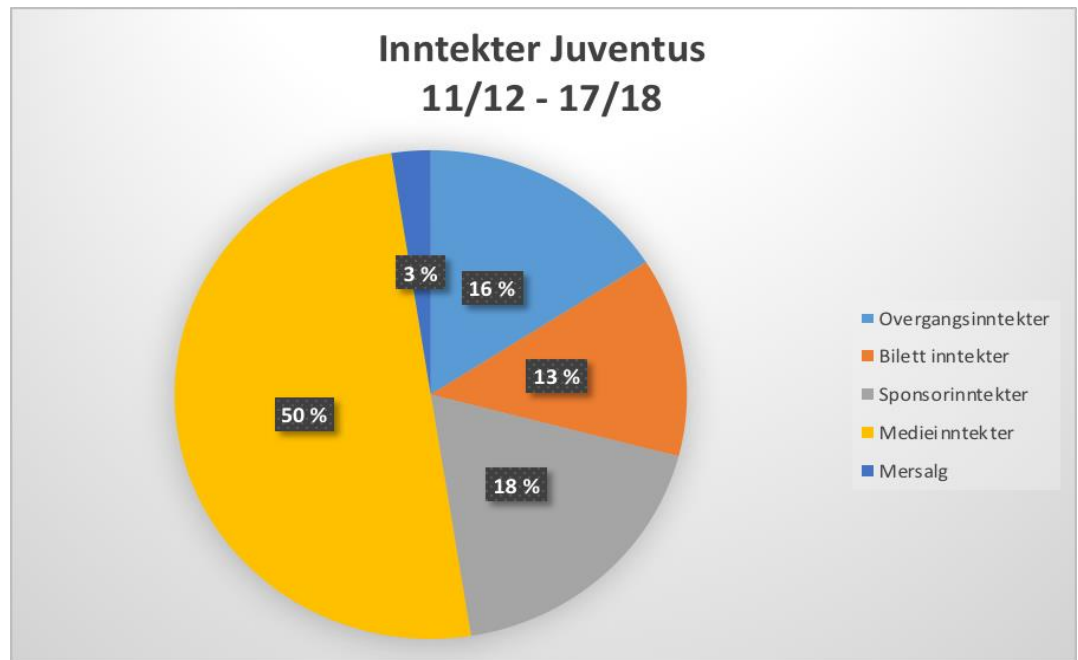
4.3.2 Kundenenes forhandlingsstyrke

Dette går ut på muligheten kundene har til å presse prisene nedover. Ting som kan påvirke dette er antall kjøpere, viktigheten av hver kunde og byttekostnadene til kunden. Om en kunde har makten til å påvirke prisen på produktet vil det skade lønnsomheten til bedriften. I dette tilfellet har vi kommet frem til at hovedkundene til en fotballklubb er supporterne, men kundene inkluderer også sponsorer og media.

Den viktigste kundegruppen til en fotballklubb vil i alle tilfeller være supporterne. Det er disse som gjør det mulig å drive klubben ved å se på kamper, komme på stadion og kjøpe supporterutstyr. Det å være en stor og ressurssterk fotballklubb med millioner av tilhengere verden over medfører et stort ansvar. Det kreves at klubben presterer sportslig for å kunne tilfredsstille fansen. Skulle det gå dårlig sportslig over en kort periode vil fansen vise misnøye med å blant annet komme med ytringer over sosiale medier og i media. Om klubben presterer dårlig over en lengre periode vil dette kunne eskalere til at folk slutter å komme på kamper og dermed vil billettinntektene synke. En supporter har ganske liten innflytelse som et enkeltindivid, men når de går sammen i grupper har de mulighet til å legge press på klubben. På grunn av den høye tilstedeværelsen av lojale supportere ligger ikke makten i valget av å bytte klubb, da det for kunden forekommer veldig høye finansielle og emosjonelle byttekostnader. Makten ligger på om tilhengerne velger å bruke penger på bedriften. Her kan de boikotte alt fra draktkjøp til kampbilletter.

Det neste vi skal ta for oss er media. Med media mener vi de som kjøper rettighetene til å vise Juventus sine kamper på tv. Juventus er en av de eneste topplagene i Europa hvor alle kampene hver helg vises på tv. I Italia er det SKY sports og DAZN som har kjøpt rettighetene, og tv-inntektene til Serie A ligger på rundt 1 milliard euro. Det er bare Premier League (øverste divisjonen i England)

som har høyere medieinntekter enn Serie A.



Figur 4.1 Inntektene til Juventus i perioden fra sesongen 11/12 til 17/18. Denne figuren viser inntektene fordelt på overgangs inntekter, billettinntekter, sponsorinntekter, medieinntekter og mersalg.

Som vi kan se i figur 4.1 er medieinntektene til Juventus hele 50 prosent av samlet inntekt de siste 6 årene. Sammenlignet med andre land er dette en veldig høy prosentandel. I Tyskland og Spania står medieinntektene for omkring 25 prosent av inntektene til de fleste klubber. Derfor sier det seg selv at dette er en utrolig viktig kunde. Kontrakten Serie A har skrevet med Sky Sports og DAZN strekker seg helt til 2021.

Den siste kunden vi har valgt å fokusere på er sponsorene. Sponsor gir industrien og klubbene penger for å kunne assosieres med merkenavnet. De er sponsorer for å skape høyere anerkjennelse blant folket, lage en bedre merkevare og dermed øke lønnsomheten. Forholdet mellom sponsor og klubb gagnar begge parter og er en god form for markedsføring. Juventus har veldig mange forskjellige sponsorer men JEEP betaler gode penger for å være hovedsponsor. Stadionnavnet er også solgt til Allianz og blir kalt for Allianz stadium. Som vi ser i figur 4.1 er sponsorinntekter rundt 18 prosent av inntektene.

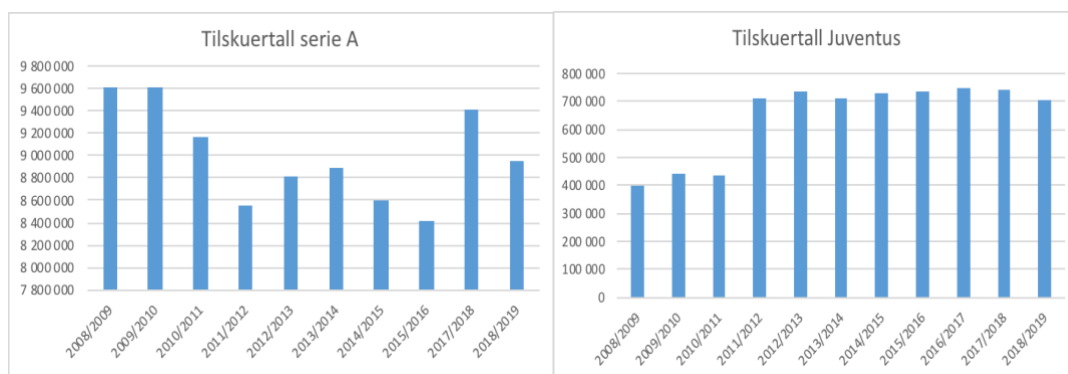
Vi konkluderer med at sponsorene har lav grad av innflytelse. Det er mange andre firmaer som står klare for å sponse klubben hvis noen skulle trekke seg ut, og hver

gang en kontrakt går ut er det budkrig mellom bedrifter for å kunne sette navnet sitt på Juventus drakten. Media ligger litt i samme kategori, men har en moderat innflytelse på grunn av muligheten til å velge hvilke kamper som skal vises på TV. Supporterne kan ha stor innflytelse hvis de opptrer som grupper og starter med boikotting av merkevaren, men så lenge klubben opprettholder et relativt godt sportslig nivå så er dette urealistisk. Vi vil si at kundene har en moderat til høy grad av forhandlingsstyrke.

4.3.3 Rivalisering blant dagens konkurrenter

Dette er kampen om markedsandeler og makt mellom eksisterende bedrifter innad i bransjen. Det er mange faktorer som spiller inn på hvor mye konkurranse som forekommer i bransjen. Det inkluderer hvor mange konkurrenter som eksisterer, veksten i bransjen, diversifiseringen blant konkurrenter og utgangsbarrierer.

Først og fremst skal vi ta en titt på etterspørselen til produktet. Vi har sett på tilskuertallene til Serie A og Juventus for de ti siste årene for å få en bedre innsikt.



Figur 4.2: Tilskuertall serie a og Juventus

Disse figurene viser oss hvordan tilskuertallene i Serie A og Juventus korrelerer. I Serie A har faktisk tilskuertallene hatt en nedgang siden 2008/2009, med en liten oppgang igjen de to siste årene. Dette er litt bekymringsverdig og da spesielt når vi tar til betraktning at flere klubber har fått større kapasitet og at tilskuertallene ellers i Europa har økt. Dette handler nok om at Italia har blitt passert av både Spania, Tyskland og England i forhold til sportslig kvalitet. I 2006/2007 vant et italiensk lag den gjeveste turneringen i europeisk klubbefotball (Champions league) og Serie A hadde høyere status i europeisk toppfotball sammenlignet med i dag. Andre grunner kan være at alle kampene går på TV i

motsetning til for eksempel i England, høy tilstedeværelse av såkalte ultrasgrupperinger og mindre attraktive stadioner. Juventus derimot har hatt stabile tilskuertall og har de høyeste gjennomsnittlige tilskuertallene i forhold til kapasitet i Serie A med hele 90,2% tilstedeværelse.

Disse tallene burde i teorien bety at konkurrenter vil være en trussel for Juventus. At tilskuertallene synker betyr at konkurrente må konkurrere for å beholde markedsandelene sine. Det som skiller fotballindustrien fra andre bransjer er lojaliteten til merkevaren. Vi ser veldig lite forsøk fra forskjellige klubber å "stjele" kunder fra hverandre. Innenfor et virksomhetsperspektiv vil det være en irrasjonell tankegang, men det kommer av at det har liten sjanse for suksess på grunn av lojaliteten. Fotballverden er også satt opp geografisk hvor folk har en tendens til å være tilhenger av den storklubben som oppholder seg nærmest dem. Konkurransen i fotballverden kan faktisk være med på å styrke klubbene. Rivalisering og intensive kamper skaper mer tilknytning og engasjement, så konkurransen er viktig for å beholde markedsandelene.

En ting som kunne ha ført til at Juventus hadde mistet tilhengere til konkurrenter hadde vært mangelen på sportslige resultater. Ikke alle fotballfans har den samme emosjonelle tilknytningen og dårlige resultater kan være en faktor som gjør at de blir tilhenger av et annet fotballag. Det er et par ting som tilsier at dette ikke vil skje med Juventus. For det første viser historien oss at eliten i europeisk fotball er stabil. Den andre er at Juventus har de mest eksklusive avtalene og økonomiske kreftene i italiensk fotball, samt at utgangsbarrierene er store i denne bransjen.

Vi ser ikke på tap av markedsandeler til konkurrenter som en stor trussel for Juventus. Dette på grunn av kraftige utgangsbarrierer, fotballsupporterens sin lojalitet, historien til klubben og de økonomiske kreftene. Den interne konkurransen vil nok fortsette å være høy, men dette kan sees på noe som vil støtte videre vekst. Derfor konkluderer vi med at rivalisering mellom eksisterende konkurrenter ikke er en trussel.

4.3.4 Trussel fra substitutter

Et substitutt er et produkt eller tjeneste som tilbyr lignende produkter eller tjenester og kan erstatte kundenes behov for det du tilbyr. Om det eksisterer

trusler fra substitutter avhenger av bransjen sin byttekostnad. I dette tilfellet har fotballen flere substitutter.

Det eksisterer et sett med kunder for alle fotballklubber som vil støtte sin fotballklubb uansett. Hver eneste uke vil de ofre det meste for å komme seg på stadion, og for disse folkene er det ingen substitutter. Det er i større grad de kundene som kun fokuserer på underholdningsverdien som kan ende opp med å bruke substitutter. TV kan være et substitutt for å dra på stadion. Alle kampene i Serie A blir vist på diverse betalingskanaler med en stor produksjonsverdi og god kvalitet på sendingene, men klubbene får fortsatt gode penger for tv-rettighetene sine. Andre fotballkamper kan også fungere som et substitutt. De kundene som er ute etter mer enn å bare støtte favorittlaget sitt kan påvirkes til å utnytte seg av et substitutt på grunn av ting som underholdning, pris, fasiliteter og bedre helhetlig opplevelse. Om en kamp ikke lever opp til forventningene er byttekostnaden for kunden lav. Det er selvfølgelig også konkurranse fra andre sporter, men fotball er verdens største idrett når det gjelder tilskuertall og ingenting tilsier at det vil endre seg i nærmeste fremtid. Uavhengig av det er det viktig å ha konkurransedyktige priser. Det burde ikke være dyrere å ta med familien på fotballkamp enn andre lignende aktiviteter.

Fotballen har også mange forskjellige ligaer og cuper som kan være substitutter. Det inkluderer andre nasjonale ligaer, landslagsfotball og europeiske cuper. Juventus er til en viss grad sikret fra dette på grunn av den geografiske tilknytningen. Det vanligste for en fotballfan er også å følge med på dette i tillegg til den lokale ligaen.

Vi konkluderer med at trusler fra substitutter er en stor trussel for Juventus. Det vil være viktig for klubben og holde konkurransedyktige priser samt lage en helhetlig god opplevelse for supporterne som velger å møte opp på stadion. TV-sendinger og internettilgang er muligens den største trusselen, men kan også bli brukt som et verktøy for å skaffe flere tilhengere.

4.3.5 Leverandørens forhandlingsstyrke

Dette går ut på hvor lett det er for leverandørene å øke prisene og dermed senke lønnsomheten. Makten til leverandøren ligger i hvor unik tjenesten de fyller er,

antall leverandører og kontrollen over kunden. Den viktigste oppgaven blir å identifisere leverandøren.

Den umiddelbare tanken lå på draktleverandører, men i fotballverden har klubbene et annet forhold med disse leverandørene enn i en tradisjonell virksomhet. Store merkenavn betaler gode penger til klubbene for å kunne levere drakter og utstyr med klubbens logo. Så med denne leverandøren ligger mesteparten av forhandlingsstyrken hos kunden. Juventus inngikk en ny avtale i 2018 med Adidas som har en verdi på 46 millioner euro i året. Drakt og utstyrslleverandører er leverandører som kan erstattes lett og har lav til ingen forhandlingsstyrke.

Videre kan vi ta en titt på personalet til Juventus. Jobber innenfor fotballbransjen er lukrativt og høyt ettertraktet innad i jobbmarkedet. Når det gjelder ikke spillende-ansatte så eksisterer tilstrekkelig erstatning i markedet. Tjenesten som personalet utfører er ikke differensiert nok til å kunne presse Juventus direkte. Når det gjelder fotballspillerne er det en helt annen historie. En fotballklubb sin hovedoppgave er å levere underholdning til kunden, og dette er det spillerne som gjør. De leverer noe til bransjen som er høyt differensiert og har lite til ingen substitutter. På bakgrunn av den unikheten spillerne leverer tjener de ufattelig mye penger. Juventus sine lønnsutgifter var estimert til å bli 190 millioner euro i 2018/2019 sesongen. En spiller er under kontrakt og har derfor ikke alltid like stor makt opp mot klubben, og det er også stor forskjell på makten til spillerne. Forhold som kan øke makten inkluderer prestasjoner, merkevare og kontraktslengde. Hvis en spiller har prestert bra over en lang periode sitter han med gode forhandlingskort når en ny kontrakt skal skrives, og det er små byttekostnader ved å signere for en annen klubb. Juventus har en av verdens absolutt største fotballspillere gjennom tidene, Cristiano Ronaldo, i klubben for øyeblikket. Det sier seg selv at de vil gjøre alt for å kunne holde på han og dermed sitter han på veldig mye makt.

Vi kan konkludere med at en fotballklubb har flere leverandører med forskjellige grader av forhandlingsstyrke. Utstyr- og drakt leverandørene har lite til ingen makt og det samme gjelder ikke-spillende personale. Når det gjelder fotballspillerne er det stor forskjell. Noen er så store profiler i idrettsverden at

klubbene vil strekke seg utrolig langt for å beholde de. I mange tilfeller er det også vanskelig å erstatte en spiller. Derfor kan vi konkludere med at leverandørene har en moderat til høy forhandlingsstyrke, og mange av spillerne kan ha veldig mye makt over klubben.

4.4 VRIO-analyse

Vi skal analysere de ressursene vi mener er sentrale i driften av fotballklubben Juventus. Dette vil bli gjort i form av VRIO-rammeverket. Ved å gjøre denne analysen skal vi få en innsikt i verdiskapningen disse ressursene har.

| Ressurs | Er ressursen verdifull? | Er ressursen sjelden? | Er ressursen imiterbar? | Organisasjonen forberedt på utnyttelse av ressursen? | Vurdering |
|---------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|---|------------------------------------|
| Omdømme | Ja | Ja | Nei | Ja | Konkurransfortinn |
| Sponsorer | Ja | Nei | Ja | Ja | Gjennomsnittlig konkurransefortinn |
| Supportere | Ja | Ja | Nei | Ja | Konkurransfortinn |
| Spillerstall | Ja | Ja | Nei | Ja | Konkurransfortinn |
| Akademi/utdannelse | Ja | Nei | Ja | Ja | Gjennomsnittlig konkurransefortinn |
| Geografi | Ja | Nei | Nei | Ja | Gjennomsnittlig konkurransefortinn |

Tabell 4.1 VRIO-analyse

4.4.1 Omdømme

Et omdømme er immaterielt sett veldig verdifullt fordi det ikke er noe man kan kjøpe eller får over natten, men noe som skapes av egenskapene bedriften har som utvikles over tid i folks bevissthet ut ifra bedriftens relasjoner til sine omgivelser. Juventus har en av fotballverdens beste omdømme. Klubben ble stiftet i 1897 og er dermed en av Italias eldste fotballklubber. De innehar også rekorden for mest italienske seriemesterskap med hele 34 førsteplasser, og har også vunnet mesterligaen to ganger. Denne historien og omdømmet klubben har bygget opp er en utrolig sjelden og viktig ressurs for klubben. Et godt merkenavn gjør det enklere for klubben å rekrutterer spillere fra verden over. Fotballspillere har i mange generasjoner vokst opp med å se Juventus sine spillere produsere noe av verdens beste fotball, og dette vil såklart også påvirke tiltrekningskraften. Mange

klubber har lang historie men veldig sjeldent en såpass suksessfull som Juventus har. Dette bidrar til å gi dem et varig konkurransefortrinn.

4.4.2 Sponsorer

En stor del av inntektene til en moderne fotballklubb kommer fra sponsorer. I Juventus sitt tilfelle utgjør sponsorinntekter hele 18% av inntektene (se figur 4.1). Derfor er de åpenbart en meget verdifull ressurs. Juventus inngår kontrakter med sponsorene sine hvor de selger “reklame” på for eksempel drakten sin. Dette er noe alle fotballklubber på europeisk toppnivå har muligheten til å gjøre, og Juventus får ingen ekstraordinære avtaler. Dermed er ressursen ikke sjelden. Det er veldig sjeldent at en bedrift velger å sponse flere klubber i samme liga, men det finnes unntak. I årets Championship (nivå 2 i England) sesong kan vi se flere klubber med bettingselskapet 32RED trykket på drakten. Ressursen er derfor imiterbar til en viss grad, selv om det er unike avtaler med hver enkelt klubb. Klubber har gjennom mange år lært seg å kunne utnytte denne ressursen til det fulle, og det inkluderer Juventus. Organisasjonen er godt forberedt på utnyttelse av sponsoravtaler. Vi vil påstå at sponsorer gir et gjennomsnittlig konkurransefortrinn.

4.4.3 Supportere

I Italia er det ingen klubber som har like mange tilhengere som Juventus. Ifølge en studie gjort av Demos & Pi har de over 12 millioner supportere og det utgjør rundt 34% av alle fotballsupportere i Italia (Bordignon og Ceccarini, 2016, s. 10). En annen måte man kan få et innblikk i antall tilhengere er gjennom sosiale medier. Alle klubber har egne Instagram, Facebook og Twitter kontoer. I August 2018 har Juventus 55,1 millioner følgere samlet på alle disse mediene. Dette gjør dem til den åttende største klubben i verden sett på antall supportere (Tom Murray, 2018). I Italia er det også den klubben som har høyest gjennomsnittlig oppmøte på stadion, med rundt 94% av stadionet fylt opp hver uke. Dette er åpenbart noe som er ekstremt verdifullt for klubben. Det er også en ressurs som krever mange tiår å bygge opp og derfor er den sjelden og ikke imiterbar. Den gir Juventus et varig konkurransefortrinn.

4.4.4 Spillerstall

Juventus sin spillerstall består av verdensstjerner med navn som blant annet Cristiano Ronaldo, Giorgio Chiellini, Paulo Dybala og Miralem Pjanic bare for å nevne noen. Det finnes flere klubber i Europa med verdensstjerner, men sammensetning av stallen i Juventus er unik på sin egen måte. Spillerstallen er verdifull sett med både økonomiske og sportslige øyne. Klubben har som sagt vunnet hele 7 scudetto på rad, og stallen ble i 2018 verdsatt til svimlende 448 millioner euro ifølge en rapport gjort av CIES Football Observatory. Det finnes ingen spillerstaller lik Juventus sin og den vil derfor bli sett på som sjelden. Enhver spillerstall er unik på sin egen måte i form av at det ikke finnes to av samme spillere. Flere spillere kan inneha noen like kvaliteter, men kan aldri imiteres. Sett under ett for alle kriteriene mener vi Juventus har et konkurransefortrinn med sin spillerstall.

4.4.5 Akademi/Utdannelse

I tillegg til å ha et akademi med unge talentfulle spillere, så har klubben også sin egen skole; Juventus College, som i skoleåret 2014/15 ble godkjent av italiens utdanningsdirektorat. Her har man muligheten til å studere og utdype seg innenfor sportsvitenskap. Denne skolen er for spillere fra u15 opp til og med u19 og er verdifull fordi den gir spillere et viktig budskap om at fotballkarrieren er kort, og det trengs en balansegang mellom det akademiske og det sportslige. Skolen er lokalisert inne blant treningsfasilitetene til klubben og er derfor lett tilgjengelig. Med det økende tempoet i dagens teknologiske utvikling har skolen derfor et stort fokus på digitalisert læring slik at spillerne vil oppnå god læring for fremtiden skulle de ikke bli profesjonelle fotballspillere. En slik ordning er å finne hos mange andre klubber også i andre land. Ikke nødvendigvis at klubbene har egne skoler, men et samarbeid med skole(r) slik at spillerne kan satse, samtidig som de får en utdanning. Ressursen er dermed imiterbar og ikke sjelden.

4.4.6 Geografi

Juventus befinner seg som sagt i byen Torino, som ligger i nordvestre Italia og er et viktig industrisentrum som landets fjerde største by med 963.000 innbyggere. Geografisk beliggenhet er viktig for en fotballklubb fordi det er en bransje som støtter seg på tilgang til publikum og sponsorer. En fotballklubb som befinner seg i en by med mange innbyggere og ingen direkte konkurrenter er ideelt. Juventus er

ikke den eneste klubben som kaller Torino sin hjemby. De har en direkte geografisk konkurrent i Torino FC som også spiller i Serie A. Det er dog ingen tvil om hvilken klubb som er størst i Torino, så mye tyder på at Juventus har taklet konkurransen meget bra. Denne ressursen er nesten umulig å imitere da det i utgangspunktet ikke er mulig å flytte klubben sin geografiske beliggenhet. Den er ikke sjelden på grunn av at det finnes andre klubber i samme liga som kan utnytte samme ressurs, men det virker til at Juventus har fått overtaket over Torino FC foreløpig, og dermed er organisasjonen klar til å utnytte den. Vi konkluderer med at geografi gir et midlertidig konkurransefortrinn.

4.5 SWOT

En SWOT analyse er et verktøy vi bruker for å få et innblikk på firmaets posisjon i bransjen. Den tar for seg interne og eksterne faktorer, samtidig som den ser på mulighetene og truslene bedriften står ovenfor. Vi bruker SWOT som en oppsummerende modell for våre strategiske analyser.



Figur 4.3: SWOT-analyse

4.5.1 Styrker

Styrkene til Juventus og bransjen er mange. En av de aller største styrkene til Juventus er dens omdømme og historie. Dette er en ressurs som de fleste andre klubber bare kan drømme om å bygge opp. På bakgrunn av historien er det lettere å tiltrekke nye spillere og tilhengere. Spillerstallen til Juventus er også en av bransjens sterkeste. Det er en god blanding av superstjerner og talenter som vil

hjelpe dem å beholde sin posisjon i europeisk fotball i årene som kommer. De besitter også de mest trofaste supporterne i Italia, og i kombinasjon med en av verdens største tilhengerskare verden over gir det et godt fundament for vekst. Høye inngangs- og utgangsbarrierer gir Juventus en trygghet i markedet.

4.5.2 Svakheter

Kostnadene rundt å drive en fotballklubb er utrolig store. Det inkluderer lønninger, reiser, vedlikehold, markedsføring, turneringskostnader og andre diverse utgiftsposter. Fotballklubber har i mange tilfeller mye gjeld og dette kan være med på å sende klubben i en negativ spiral som til slutt gjør at de må slå seg konkurs. Juventus må være påpasselig når det gjelder kostnader til tross for at de er en av de største klubbene i verden. Andre svakheter er bransjens natur. Det er ekstremt prestasjonsbasert og et par dårlige år kan ødelegge mye for klubben. Dermed gjelder det å alltid være på vakt for å hindre dårlige resultater. Leverandørens forhandlingsmakt og da spesielt spillerne er også en svakhet.

4.5.3 Muligheter

Bransjen har hatt en enorm vekst de siste ti-årene, og det er ingen tegn til at det skal stoppe. Klubbene bruker mer penger, antall supportere øker, sponsorer investerer mer penger og tilskuertallene øker. I markeder som Afrika, Midt-østen og Asia har interessen for europeisk fotball skutt i været og her er det store muligheter for Juventus å kapre markedsandeler gjennom markedsføring og vennskapskamper. Andre muligheter er å bedre opplevelsen på stadion og dermed øke gjennomsnittlig oppmøte. Hvis tar en titt på Tyskland, hvor mange stadioner er fulle nesten samtlige helger i året er det ingen grunn til at Juventus ikke skal kunne klare det samme. Få ting skaper mer interesse blant lokalbefolkningen enn å få opp unggutter fra akademiet og skape spillertyper som har stor tilknytning til byen og klubben. Derfor bør akademiet være en høy prioritet i fremtiden.

4.5.4 Trusler

Den største trusselen i fotballbransjen er den intense konkurransen og rivaliseringen som er til stede. For å opprettholde de lukrative sponsoravtalene og støtten fra tilhengere er det viktig å oppnå resultater. Noen dårlige år kan gjøre at andre klubber dytter Juventus av tronen som Italias største fotballklubb og dette

vil ha konsekvenser når det gjelder klubbens økonomi. Hvis resultatene viser seg å utebli i fremtiden kan de store kontraktene som spillerne besitter være med på å ødelegge for klubbens lønnsomhet. Hvis inntektene synker vil det være vanskelig å fortsette å betale disse astronomiske lønningene samt få spillere over på andre kontrakter som er mulige å betale. Kunders forhandlingsmakt og økende grad av substitutter er også store trusler.

5.0 Finansiell metode

5.1 Valg av metoder

Vi har valgt å bruke en DCF-modell (discounted cash flow) for å verdsette Juventus. Denne metoden blir ansett som den teoretisk riktige måten å verdsette selskaper på (Yngve Kaldestad, 2017). Dette er en kontantstrømsmetode hvor vi diskonterer fremtidige kontantstrømmer, med avkastningskrav som diskonteringsfaktor, ned til dagens verdi. Modellen sin hovedtanke er at selskapets verdi er lik nåverdien av kontantstrømmen. Derfor går denne modellen ut på å estimere og prognostisere fremtidige kontantstrømmer for selskapet. Dette gjør vi på bakgrunn av våre strategiske analyser av klubben og på de historiske regnskapstallene og balansen.

Avkastningskravet vi setter blir et viktig moment i verdivurderingen vår. Den har to hovedoppgaver som er å ta hensyn til risiko og pengers tidsverdi.

Avkastningskravet vil i stor grad være med på å avgjøre sluttverdien til Juventus. Hvis diskonteringsrenten er for lav vil nåverdien bli kunstig høy. Derfor vil det være viktig å få et realistisk estimat på avkastningskrav. Andre fallgruver i henhold til en DCF-modell i verdivurderingen vår er at den er basert på fremtidige forutsetninger, og det er en utfordrende oppgave å prognostisere riktige tall. Men Juventus har et stort arkiv av tidligere regnskapstall som gjør det til en overkommelig oppgave.

Vi ser på det som hensiktsmessig å foreta enda en verdivurdering med en annen modell. Dette gjøres for å sammenligne funnene våre i kontantstrømsmetoden, og dermed få bedre innsikt i om vurderingen vår er riktig. Da velger vi å verdsette ved bruk av multipler. Denne modellen går ut på å bruke multiplikatorene til sammenlignbare selskaper som basis for verdsettelsen.

5.2 Avkastningskrav

Fastsettelse av avkastningskravet er et essensielt steg i verdsettelsen av et firma. For å finne lønnsomheten og avkastningen til selskapet trenger vi et avkastningskrav for å måle rentabiliteten mot og diskontere kontantstrømmer. Et avkastningskrav gir et bilde på hva slags avkastning investorer og eiere kan forvente ved å sette investering i et annet prosjekt med lik risiko. Vi velger å bruke WACC for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen. Den gir oss vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad av avkastningskravet til egenkapital og gjeld.



Figur 5.1 Denne figuren viser hvordan vi regnet ut WACC, som gir oss vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad av avkastningskravet til egenkapital og gjeld.

5.3 Avkastningskrav til egenkapitalen

Vi velger å bruke kapitalverdimodellen for å beregne avkastningskrav til egenkapitalen. Kapitalverdimodellen, også kalt CAPM er en av de mest sentrale modellene i dagens finansverden. Modellen er et verktøy for å estimere den forventede avkastningen sett i relasjon til risikoen i en enkelt aksje (CAPM, 2016).



Figur 5.2 CAPM modell. Dette er kapitalverdimodellen som vi brukte for å komme frem til avkastningskravet til egenkapitalen.

Vi trenger tre parametere for å kunne bruke kapitalverdimodellen. Disse er markedets risikopremie, risikofri rente og beta. Vi skal nå illustrere hvordan vi har gått frem for å finne disse nøkkeltallene.

5.3.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen man kan forvente på en investering uten å ta risiko. Som regel blir risikofri rente satt etter en statsobligasjon. Vi har sett på to italienske statsobligasjoner. Den første er en ti-års obligasjon som vi velger å bruke når vi regner for de ti første årene. Den ligger for øyeblikket på 2,64% (Trading economics, 2019). Dette tallet varierer litt i løpet av året, men holder seg såpass stabilt at vi mener det er et godt utgangspunkt for en risikofri rente. Når vi skal prognostisere utover de ti første årene bruker vi en 30-års statsobligasjon som ligger på 3,46%.

5.3.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som forskjellen mellom forventet avkastning på en markedsportefølje og risikofri rente. Den reflekterer både nødvendig, historisk og forventet avkastning. Statista foretar en undersøkelse hvert år for den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i Italia. I 2018 kom de frem til at markedsrisikopremien var på 6,1% (Statista). Denne varierer med små marginer år til år, og ingenting tyder på at den vil ha en dramatisk forandring i 2019, så vi velger å bruke dette tallet i våre beregninger.

5.3.3 Estimering av Beta

Beta er et statistisk nøkkeltall som sammenligner en aksje sin volatilitet med volatiliteten til markedet. Markedets beta vil i alle tilfeller være 1 siden det er det vi sammenligner med. Det vil si at hvis aksjen har en beta som er høyere enn 1 er aksjen ansett som mer volatil enn markedet. I et bull marked (oppgangsmarked) vil aksjen øke mer enn markedet og dermed i et bear marked (nedgangsmarked) vil aksjen synke mer. En beta på 0 betyr at aksjen ikke har noe systematisk risiko.

$$\text{Egenkapitalbeta} = \text{Kov}(r_j, r_m) / \text{Var}(r_m)$$

Figur 5.3 Formel for egenkapitalbeta.

Formelen for å beregne egenkapitalbeta er illustrert i figur 5.3 hvor $\text{Kov}(r_j, r_m)$ er kovariansen mellom prosjektets og markedets avkastningskrav og $\text{Var}(r_m)$ er variansen til markedsporteføljens avkastning. Det er mange metoder for å finne egenkapitalbetaen. Vi kan samle de daglige aksjekursene til Juventus og den italienske børsen over en periode og deretter gjøre om til daglig fortjeneste i prosent. Med de tallene kan vi finne kovariansen og variansen for å bruke formelen vår. Vi valgte istedenfor å bruke eksterne kilder da dette er regnet ut av mange profesjonelle aktører fra før.

Ifølge Infront analytics ligger egenkapitalbetaen til Juventus på 1,95 (Infront analytics, 2019). Dette er en ganske høy beta i forhold til resten av markedet. Andre storklubber som Manchester United, Borussia Dortmund og Olympique Lyon ligger under 1 ifølge samme analytiker selskap. Juventus sin aksje har de siste årene vært ganske volatil, og vi kan se store utslag etter utslagsrunde i Champions League og ved ekstraordinære spillerkjøp. Til tross for det syntes vi betaen virket litt for høy sammenlignet med andre klubber. Derfor utnyttet vi bloomberg terminalen på BI for å finne et annet input. Bloomberg terminalen ga oss en beta på 1,461, og det er den vi velger å ta utgangspunkt i.

5.3.4 Blumes justeringsmodell

Michael Blume foretok en undersøkelse av betaverdien til over 415 selskaper. Det han fant ut var at selskaper som har høye eller lave betaverdier har en tendens i neste periode til å bevege seg mot betaen til markedsporteføljen, altså 1. Betaverdiene beveger seg mot gjennomsnittet. Blume fant derfor ut at det var hensiktsmessig å justere betaen. Ved bruk av denne formelen.

$$\beta_{\text{Justert}} = \beta * P + 1 * (1 - P)$$

Figur 5.4 Blumes justeringsmodell

Hvor:

P (betegnelse for estimeringsfeilen) = 0,67

$\beta=1,461$

Denne justeringen gir oss en beta på 1,3088.

$$1,3088 = 1,461 * 0,67 + 1 * (1 - 0,67)$$

Figur 5.5 Utrekning Blumes justeringsmodell

Analysen til Blume har mye relevant forskning som støtter opp under modellen hans, og vi velger dermed å ta denne i bruk når vi estimerer betaverdien til Juventus.

5.3.5 Beregning av egenkapitalen avkastningskrav

Nå har vi funnet alle parametrene vi trenger for å fullføre CAPM modellen. Da bruker vi formelen fra figur 5.2 for å regne ut avkastningskravet.

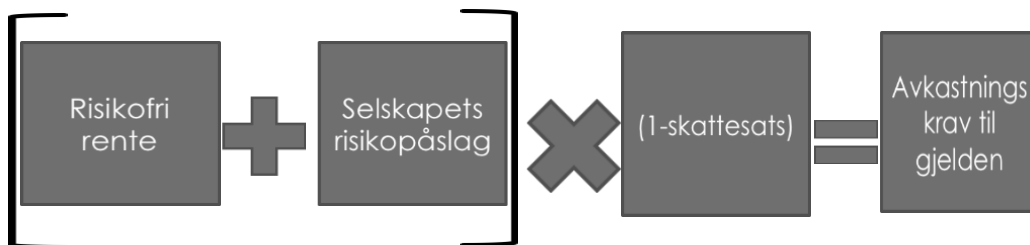
$$\begin{aligned} R_f + \text{Markedets risikopremie} * \text{Beta} &= \text{Avkastningskrav til EK} \\ 2,64 + 6,10 * 1,3088 &= 10,62\% \end{aligned}$$

Figur 5.6 Formel for avkastningskrav til EK

Vi ender opp med et avkastningskrav til egenkapital på 10,62 prosent. Vi velger også å regne ut et avkastningskrav etter 10 år. Eneste forskjellen er at vi bruker 30-års statsobligasjoner som risikofri rente (3,64%). Da ender vi opp med et avkastningskrav til EK (etter 10 år) på 11,44%.

5.3.6 Avkastningskrav til gjelden

Dette er modellen vi bruker for å beregne avkastningskravet til gjelden.



Figur 5.7 Formel for avkastningskrav til gjeld

De inputene vi trenger i formelen er risikofri rente, selskapets risikopåslag og skattesats. Den risikofrie renten er den samme som vi kom frem til tidligere i oppgaven. Vi bruker 2,64% de første ti årene og 3,46% utover det. Det finnes flere metoder for å finne selskapets risikopåslag. Vi velger å dividere årets rentekostnad på gjennomsnittlig rentebærende gjeld for de to siste årene. Disse tallene er hentet ut fra Juventus sine årsrapporter.

$$\text{Selskapets risikopåslag} = 6\,442\,000 / ((276\,807\,278 + 193\,932\,621) / 2)$$

Figur 5.8 Formel for selskapets risikopåslag. Årets rentekostnad dividert på gjennomsnittlig rentebærende gjeld 2 siste årene.

Da får vi at selskapets risikopåslag er på 2,74%. Det er også greit å merke seg at den rentebærende gjelden har økt ganske drastisk det siste året som kan tyde på at klubben ikke fører en optimal kapitalstruktur. Som skattesats bruker vi den nominelle skattesatsen til klubben som vi finner i årsrapporten og den er på 24%. Skatten er med i beregningen fordi det er skattefordeler ved betaling av gjeld.

$$\begin{aligned} \text{Avkastningskrav til gjeld} &= (\text{Risikofri rente} + \text{selskapets risikopåslag}) * (1 - \text{skattesats}) \\ &= (2,64 + 2,74) * (1 - 0,24) = 4,088 \end{aligned}$$

Figur 5.9 Utrekning avkastningskrav til gjeld.

Vi kommer frem til at avkastningskravet for gjeld er på 4,088%. Avkastningskrav til gjeld etter 10 år er på 4,71%. Eneste forskjellen i denne utregningen er at vi benytter en risikofri rente på 3,64%.

5.4 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Da kan vi regne ut avkastningskravet til totalkapitalen og vi bruker en vektet gjennomsnittlig kapitalverdi metode som ser slik ut.

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \\ &\text{Gjeld/Verdi} * \text{Avkastningskrav gjeld} \\ &+ \\ &\text{Egenkapital/Verdi} * \text{Avkastningskrav EK} \end{aligned}$$

Figur 5.10 Formel for WACC

For å kunne bruke denne formelen trenger vi kunnskap om hvor stor andel av totalkapitalen til Juventus som er egenkapital og gjeld. Dette fant vi i årsrapporten for fjoråret. Der fant vi ut at henholdsvis 90,68% av totalkapitalen dekket av gjeld og dermed er de resterende 9,32% dekket av egenkapital. Vi har lagd en langsiktig og kortsiktig WACC, og dette er tallene vi vil bruke i eventuelle prognoser og beregninger videre i oppgaven. Avkastningskravet til totalkapitalen 4,70% og langsiktig avkastningskrav til totalkapitalen er på 5,34%. Senere i oppgaven vil vi også foreta en sensitivitetsanalyse som tar høyde for hvordan eventuelle endringer i totalkapitalen kan påvirke verdierestimatet.

| WACC | |
|---|---------|
| Prosentandel EK | 9,32 % |
| Prosentandel Gjeld | 90,68 % |
| Totalkapitalens avkastningskrav | 4,70 % |
| Langsiktig tot.kapitals avkastningskrav | 5,34 % |

Figur 5.11 Utrengninger WACC.

6.0 Regnskapsanalyse

Vi tok i bruk diverse verktøy i den strategiske analysen for å finne posisjonen til klubben i markedet. Regnskapstall er gode indikatorer på hvilken posisjon bedriften befinner seg i økonomisk. Den innsikten er kritisk for å oppnå en nøyaktig verdsettelse av bedriften. Det naturlige neste steget er å foreta en regnskapsanalyse, som vil ta utgangspunkt i årsrapportene som er oppgitt på Juventus sin hjemmeside.

Regnskapsdata som er tatt i bruk er beregnet til 7 år tilbake i tid, dette gir et godt bilde av det historiske regnskapet til bedriften. Hovedgrunnen til å utrette en regnskapsanalyse er å finne den økonomiske posisjonen til klubben, og videre gi oss et innblikk på posteringer som er kritiske for prognosene.

6.1 Historisk informasjon

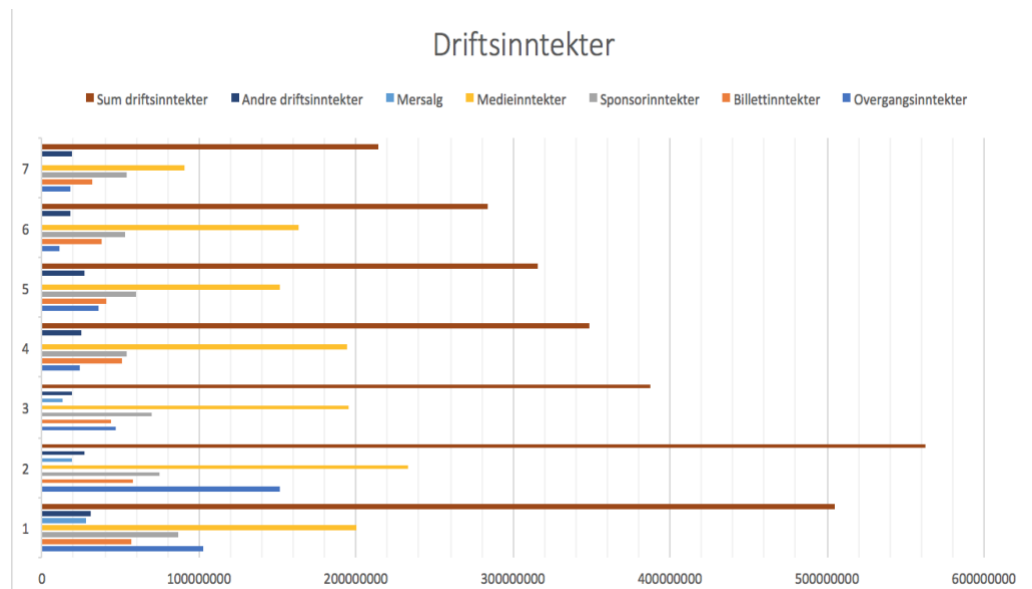
6.1.1 Resultatregnskap

| Resultatregnskap Juventus | 17/18 | 16/17 | 15/16 | 14/15 | 13/14 | 12/13 | 11/12 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR |
| Overgangsinntekter | 102 401 466 | 151 149 536 | 46 403 703 | 23 527 518 | 36 431 526 | 11 397 065 | 18 433 501 |
| Billettinntekter | 56 410 423 | 57 835 297 | 43 667 912 | 51 368 524 | 40 996 209 | 38 051 069 | 31 824 261 |
| Sponsorinntekter | 86 896 999 | 74 718 794 | 70 008 038 | 53 755 276 | 60 299 760 | 52 598 893 | 53 452 409 |
| Medieinntekter | 200 169 142 | 232 773 784 | 194 897 031 | 194 710 818 | 150 965 077 | 163 477 670 | 90 581 926 |
| Mersalg | 27 796 591 | 19 198 979 | 13 509 887 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sum Salgsinntekter | 473 674 621 | 535 676 390 | 368 486 571 | 323 362 136 | 288 692 572 | 265 524 697 | 194 292 097 |
| Andre driftsinntekter | 30 995 269 | 27 034 664 | 19 414 202 | 24 831 749 | 27 090 529 | 18 276 776 | 19 494 134 |
| Sum driftsinntekter | 504 669 890 | 562 711 054 | 387 900 773 | 348 193 885 | 315 783 101 | 283 801 473 | 213 786 231 |
| Vareforbruk | -91 876 375 | -77 848 637 | -59 228 070 | -48 991 416 | -51 432 122 | -48 013 452 | -43 750 366 |
| Lønnskostnader | -259 003 044 | -261 826 211 | -221 483 845 | -198 430 057 | -184 090 775 | -163 463 196 | -150 091 291 |
| Ordinære avskrivninger/nedskr. | -122 843 765 | -94 641 769 | -67 592 502 | -65 035 368 | -60 324 572 | -60 517 202 | -48 656 104 |
| Spillerutgifter | -20 107 143 | -50 492 316 | -10 940 840 | -7 090 063 | -3 830 440 | -5 579 779 | -6 297 027 |
| Andre driftskostnader | -12 273 621 | -10 524 690 | -8 441 139 | -9 343 474 | -7 259 174 | -10 033 850 | -6 179 816 |
| Sum driftskostnader | -506 103 948 | -495 333 623 | -367 686 396 | -328 890 378 | -306 937 083 | -287 607 479 | -254 974 604 |
| Driftsresultat | -1 434 058 | 67 377 431 | 20 214 377 | 19 303 507 | 8 846 018 | -3 806 006 | -41 188 373 |
| Finansinntekter | 4 260 740 | 4 273 061 | 2 408 661 | 2 365 061 | 3 131 807 | 2 364 266 | 1 380 876 |
| Finanskostnader | -11 963 159 | -11 969 140 | -10 353 937 | -10 860 663 | -11 831 360 | -9 473 258 | -6 111 132 |
| Resultat fra relaterte selskap/virksomh | -886 073 | -1 266 633 | -661 133 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat før skatt | -10 022 550 | 58 414 719 | 11 607 968 | 10 807 905 | 146 465 | -10 914 998 | -45 918 629 |
| Sum skatt | -9 206 269 | -15 846 795 | -7 545 656 | -8 509 642 | -6 820 895 | -4 995 651 | -2 735 921 |
| Ordinært resultat | -19 228 819 | 42 567 924 | 4 062 312 | 2 298 263 | -6 674 430 | -15 910 649 | -48 654 550 |
| Ekstraordinære inntekter | 0 | 0 | 4 748 401 | 0 | 742 485 | 5 652 | 0 |
| Ekstraordinære kostnader | -2 500 903 | -2 177 719 | 0 | -206 749 | 0 | 0 | -720 658 |
| Skatt ekstraordinært | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Årsresultat | -21 729 722 | 40 390 205 | 8 810 713 | 2 091 514 | -5 931 945 | -15 904 997 | -49 375 208 |
| Utbytte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Konsernbidrag | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Tabell 6.1 Resultatregnskapet er opprinnelig oppgitt etter International Financial Reporting Standards(IFRS) på Juventus sine offisielle nettside. De er omgjort til norsk regnskapsstandard.

Regnskapstallene er omgjort til norsk regnskapsstandard for de 7 siste årene fra IFRS. Et regnskapsår går fra 30. Juni til 30. Juni neste fysiske år. Dermed er årene oppstilt som en “sesong” og gitt ved årene 2017/2018. Et av de første inntrykkene man får når man ser på regnskapstall til Juventus, er hvor fluktuerende visse tall kan være. Fotballbransjen er drevet annerledes enn andre bransjer og dermed var det viktig å ta i betraktning i hvilken fase klubben befinner seg, for å kunne tolke årsresultatene. Hvis vi ser på inntektsposteringene så ser vi at etter 11/12 sesongen at alle posteringene økte eksponentielt, dette har fremkommet av at klubben har hatt sterke prestasjoner på den sportslige fronten. Vi ser også at klubbens utgifter har økt, noe som i bransjen indikerer at klubben prøver å styrke sin posisjon. Vi forutsetter at klubben er i en utviklingsfase.

Driftsinntektene til klubben har økt i tidsperioden. Posteringene som inkluderes i driftsinntektene er; overgangsinntekter, billettinntekter, sponsorinntekter, medieinntekter, mersalg og andre driftsinntekter. Som en konsekvens av utviklingen til klubben så har disse posteringene økt årlig, og hatt en positiv trend. Posteringen overgangsinntekter inneholder salg av immaterielle eiendelene til klubben. Dette er da spillersalg, og er nødvendigvis ikke en postering klubben ønsker å ha som høy og er den inntekten som varierer mest.

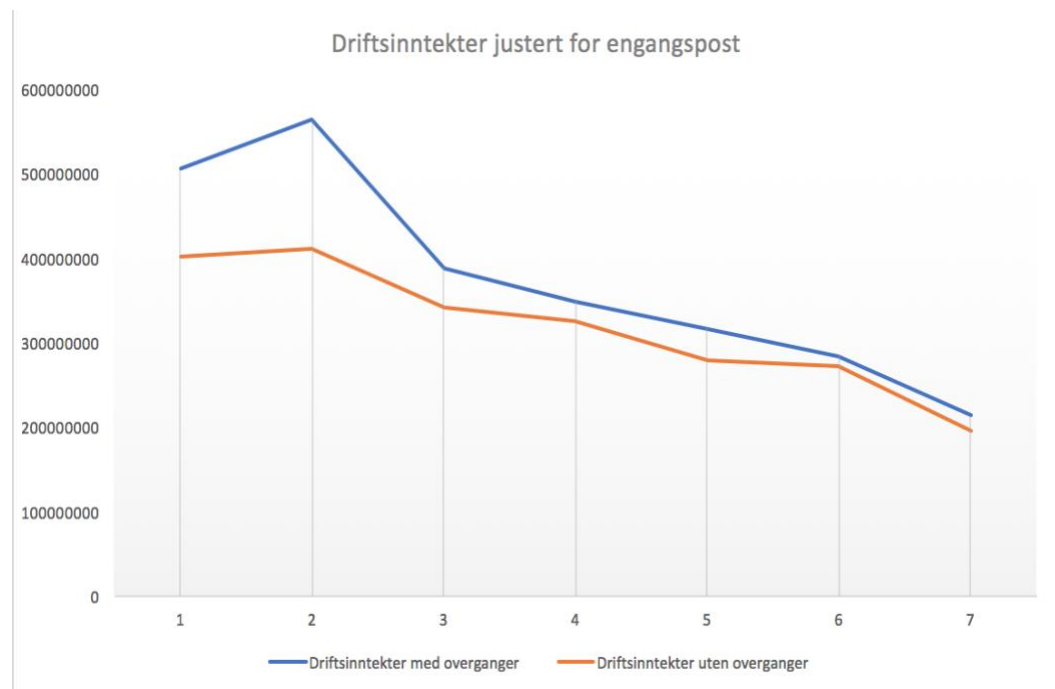


Figur 6.1 Figuren viser Juventus sine driftsinntekter over de syv siste årene, 7 indikerer året 2011/2012 og 1 indikerer siste regnskapsåret 2017/2018. Posteringene som er inkludert er sum driftsinntekter, andre driftsinntekter, mersalg, medieinntekter, sponsorinntekter, billettinntekter og overgangsinntekter.

Sponsor, medie og billettinntekter har alle økt gradvis i perioden. Mye kan forklares av utviklingen av fotballen, og dette har bidratt til høyere priser noe som tilsvarer at driftsinntektene til fotballklubber øker. Strategiske tiltak som sponsorvalg og utvidelse av fotballstadion har økt driftsinntektene.

Overgangsinntektene har i tidsperioden vært relativt stabil, men er preget av enkelte år hvor spillere ble solgt. Det største spriket kommer i året 2016/2017, salget av en av de mest profilerte spillerne til Juventus, Paul Pogba, kom til en sum av €105 millioner. Spilleren ble hentet i 12/13 som en gratis overgang og gikk tilbake til sin tidligere klubb, noe som tilsvarer en profitt på 105.000.000 euro dette året. En slik inntekt kan ikke regnes at klubben har årlig og dermed anser vi overgangsinntekter som én engangspost, da den kan tolkes som en postering som normalt ikke gjentar seg, og graden av posteringen kan fluktuere

årlig. Ved å justere for denne posteringen så ser vi at klubben fremdeles har en økende trend i driftsinntekter.



Figur 6.2 Figuren viser til driftsinntektene justert for engangsposten overgangsinntekter for perioden 17/18 til 11/12, der 1 er nyligste regnskapsår og 7 siste regnskapsår. Figuren viser til økende trend i driftsinntekter i perioden, med og uten engangsposten.

Totale driftskostnader har også i perioden fra 11/12 til 17/18 doblett seg. Posteringene her som lønnskostnader og vareforbruk er de to av de største konstansbidragerne til at totale driftskostnader har økt. For å kunne etablere seg som en av de allers mest profilerte fotballklubbene, så trenger man fasiliteter, ansatte og spillere som holder høyeste standarden. Juventus toppe lønnskostnadene for spillere i Serie A med nesten dobbelt så mye som 2. plassen på listen, Inter Milan (Statista, 2019). Disse posteringene forklares dermed med at sportslige prestasjoner er Juventus sitt hovedmål, og gir oss en antydning for graden av økninger på disse kostnadene. De står også i sterk korrelasjon med at driftsinntektene øker i samme periode.

6.1.2 Balanseregnskap

| Balanseregnskap | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Valutakode | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR |
| Spillerkontrakter | 330 827 660 | 301 960 077 | 186 169 099 | 114 235 445 | 119 898 751 | 119 221 616 | 118 094 687 |
| Andre immaterielle eiendeler | 33 668 599 | 33 436 756 | 32 238 998 | 31 118 063 | 30 784 511 | 30 489 942 | 30 258 034 |
| Pågående immaterielle | 1 630 644 | 81 305 | 654 260 | 1 169 157 | 19 710 | 15 000 | 10 000 |
| Utsatt skattefordel | 14 660 017 | 13 366 472 | 6 673 620 | 5 269 231 | 5 544 837 | 4 930 023 | 4 232 742 |
| Sum immaterielle eiendeler | 380 786 920 | 348 844 610 | 225 735 977 | 151 791 896 | 156 247 809 | 154 656 581 | 152 595 463 |
| Tomter, bygninger og fast eiendom | 132 514 065 | 135 074 898 | 135 555 977 | 134056117 | 126 033 479 | 124 904 194 | 127 023 632 |
| Inventar, transport og kontorrekvisita | 29 926 099 | 29 321 590 | 25 285 032 | 27 181 289 | 31 863 191 | 34 747 968 | 38 410 860 |
| Sum varige driftsmidler | 162 440 164 | 164 396 488 | 160 841 009 | 161 237 406 | 157 896 670 | 159 652 162 | 165 434 492 |
| Investeringer | 281 682 | 199 040 | 9 000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Langsiktig fordringer og obligasjoner | 59 115 672 | 50 792 322 | 46 222 705 | 35 749 348 | 33 822 973 | 25 681 261 | 15 763 758 |
| Øvrige anleggsmidler | 3 374 626 | 3 606 145 | 4 221 426 | 4 244 740 | 4 229 174 | 3 002 729 | 19 948 093 |
| Anleggsmidler holdt av for salg | 0 | 0 | 0 | 12 061 231 | 0 | 0 | 0 |
| Sum anleggsmidler | 605 999 064 | 567 838 605 | 437 030 117 | 365 084 621 | 352 196 626 | 342 992 733 | 353 741 806 |
| Sum varelager | 5 420 716 | 3 394 735 | 1 052 632 | 1 326 539 | 0 | 0 | 0 |
| Kundefordringer | 29 281 837 | 36 647 506 | 24 039 111 | 31 564 078 | 25 597 875 | 12 642 843 | 25 469 586 |
| Kundefordringer fra relaterte selskap | 3 489 837 | 3 585 193 | 3 532 044 | 492 399 | 6 718 170 | 598 265 | 409 955 |
| Fordringer fra spilleroverganger | 73 985 784 | 61 369 643 | 42 976 735 | 48 104 690 | 68 042 398 | 42 201 638 | 29 170 545 |
| Andre fordringer(endre) | 24 349 997 | 19 803 244 | 25 392 003 | 5 207 389 | 12 680 756 | 19 428 918 | 4 012 633 |
| Forskudd til leverandører | 14 805 639 | 14 604 076 | 14 917 251 | 19 361 869 | 29 098 437 | 23 724 667 | 14 322 172 |
| Kasse/bank/post | 15 335 208 | 139 996 455 | 28 618 353 | 3 126 754 | 1 586 969 | 1 777 036 | 653 650 |
| Sum omløpsmidler | 166 669 018 | 279 400 852 | 140 528 129 | 109 183 718 | 143 724 605 | 100 373 367 | 74 038 541 |
| Sum eiendeler | 772 668 082 | 847 239 457 | 577 558 246 | 474 268 339 | 495 921 231 | 443 366 100 | 427 780 347 |

Tabell 6.2 Balanseregnskapet til Juventus omgjort fra IFRS standard til norsk regnskapsskikk, for de foregående 7 årene.

Balanseregnskapet til Juventus har merkverdige store summer på forskjellige poster enn andre bransjer. En av de største postene i eiendelene til klubben er immaterielle eiendeler. Dette er en postering som generelt vil være en stor post i bransjen, da den inkluderer spillerkontrakter, som er noe av det mest verdifulle for en fotballklubb. Det har forekommet en økning årlig i perioden fra 11/12 til det foregående året, hvorav det siste året var summen rekordhøy. Selv med store spillersalg i 16/17 så økte de immaterielle eiendelene betraktelig. Noe som indikerer på at klubben som tidligere nevnt er opptatt av sportslige prestasjoner, og av den grunn ikke har råd til å miste viktige eiendeler uten å substituere med nye.

Varige driftsmidler er en postering som eskalerte i 2011 da Juventus fikk eierskap av Allianz Stadium, posteringen tomter, bygninger og fast eiendom har gradvis økt da de har anskaffet seg flere attraksjoner som treningsanlegg, museum og lignende. Klubben har også tilegnet seg relativt høye fordringer, spesielt fordringer fra spilleroverganger, det er vanlig i bransjen å betale ned eventuell gjeld for spilleroverganger innen en tidsperiode. For italienske klubber så gjelder dette en femårig tidsperiode, som garanteres av "Lega nazionale professionisti Serie A".

| | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Aksjekapital | 8 182 133 | 8 182 133 | 8 182 133 | 8 182 133 | 8 182 133 | 8 182 133 | 8 182 133 |
| Overkurs | 34 310 104 | 34 310 104 | 34 310 104 | 34 382 673 | 41 129 673 | 57 112 892 | 105 840 013 |
| Reserver | 1 636 427 | 318 029 | 242 688 | - 217 625 | - 10 876 | -753 361 | -759 013 |
| Virkelig verdi | - 147 846 | 2 353 057 | 4 403 001 | - | - | 0 | 0 |
| Sum innskutt egenkapital | 43 980 818 | 45 183 323 | 47 137 926 | 42 347 181 | 49 300 930 | 64 541 664 | 113 263 133 |
| Opptjent egenkapital | 28 063 253 | 48 610 470 | 6 245 662 | 2 298 263 | - 6 674 430 | -15 910 649 | -48 654 550 |
| Sum opptjent egenkapital | 28 063 253 | 48 610 470 | 6 245 662 | 2 298 263 | - 6 674 430 | -15 910 649 | -48 654 550 |
| Sum egenkapital | 72 044 071 | 93 773 793 | 53 383 588 | 44 645 444 | 42 626 500 | 48 631 015 | 64 608 583 |
| Avsetninger ytelser ansatte | 0 | 10 674 714 | 4 540 034 | 156 480 | 5 894 559 | 4 277 156 | 2 043 989 |
| Avsetninger for risiko og kostnader | 1 036 568 | 946 215 | 2 669 802 | 354 125 | 1 158 413 | 425 000 | 5 753 265 |
| Sum avsetninger for forpliktelser | 1 036 568 | 11 620 929 | 7 209 836 | 510 605 | 7 052 972 | 4 702 156 | 7 797 254 |
| Langsiktig rentebærende gjeld | 276 807 278 | 193 932 621 | 154 831 816 | 46 399 770 | 54 148 970 | 60 266 648 | 66 800 652 |
| Gjeld for spilleroverganger | 63 228 521 | 63 073 440 | 56 090 173 | 26 056 257 | 28 608 212 | 29 305 031 | 29 281 315 |
| Annen langsiktig gjeld | 4 829 203 | 13 098 026 | 3 619 511 | 2 757 815 | 1 684 368 | 55 625 | 1 014 592 |
| Sum langsiktig gjeld | 344 865 002 | 270 104 087 | 214 541 500 | 75 213 842 | 84 441 550 | 89 627 304 | 97 096 559 |
| Leverandør gjeld | 36 343 052 | 31 582 661 | 15 392 493 | 22 598 152 | 15 412 606 | 16 126 033 | 17 852 692 |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 52 392 943 | 112 667 814 | 77 256 387 | 149 729 075 | 157 568 618 | 105 870 115 | 65 662 978 |
| Annen kortsiktig gjeld | 85 899 470 | 105 281 307 | 63 082 742 | 57 232 964 | 55 778 562 | 45 780 050 | 40 989 152 |
| Gjeld for spilleroverganger | 111 740 149 | 152 508 495 | 93 139 548 | 67 583 202 | 75 218 142 | 69 140 628 | 63 624 814 |
| Betalbar skatt | 19 343 305 | 17 663 836 | 6 488 110 | 5 896 535 | 5 582 904 | 5 279 346 | 5 437 911 |
| Forskuddbetalinger | 49 003 522 | 52 036 535 | 47 064 042 | 50 858 520 | 52 239 377 | 58 209 453 | 64 710 404 |
| Sum kortsiktig gjeld | 354 722 441 | 471 740 648 | 302 423 322 | 353 898 448 | 361 800 209 | 300 405 625 | 258 277 951 |
| Sum gjeld | 700 624 011 | 753 465 664 | 524 174 658 | 429 622 895 | 453 294 731 | 394 735 085 | 363 171 764 |
| Sum egenkapital og gjeld | 772 668 082 | 847 239 457 | 577 558 246 | 474 268 339 | 495 921 231 | 443 366 100 | 427 780 347 |

Tabell 6.3 Balanseregnskap: Egenkapital og gjeld de foregående 7 årene.

Tabell 6.3 tar for seg egenkapitalen og gjelden til Juventus for de 7 foregående årene. En merkverdig postering er at opptjent egenkapital har gått fra en negativ sum til positiv i løpet av tidsperioden. Denne posteringen er påvirket av tap/gevinst postering. Virkelig verdi og tap/gevinst poster har blitt vanligere å innføre i IFRS (Kaldestad & Møller, 2017, s. 68), dette påvirker regnskapet til en bedrift, og kan fjernes ved stor grad til påvirkning. Bransjen dokumenterer ofte noen posteringer til virkelig verdi, og dermed så ser vi det som aktuelt å beholde det for nødvendig bruk til estimering av fremtidige kontantstrømmer.

Selskapet har en økende langsiktig og kortsiktig gjeld, slik som tabell 6.3 viser oss. Klubben har tilegnet seg større langsiktig gjeld, men har forbeholdt å holde kortsiktig gjeld i en mye mer stabil vekstrate, med 16/17 som et unntaksår.

6.2 Trendanalyse

I all hovedsak så hjelper regnskapet å utgjøre en estimasjon av nøkkeltall i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2017, s.88). Vekstpotensiale og rentabilitet er segmenter som er med på determinere verdien til klubben. Rentabilitet forklarer hvordan klubben kan skape videre verdier, hvorav vekst gir oss en indikasjon på om veksten til klubben er sporadisk. Trendanalysen gir oss denne innsikten.

6.2.1 Relevante nøkkeltall

ROIC, som står for return on invested capital er et nøkkeltall, som forteller oss direkte om avkastningen på investert kapital. ROIC defineres som NOPLAT over investert kapital. Vi fant ROIC gjennom bloomberg-terminalen til å være -2,86% i sesongen 17/18. Dette tallet tilsvarer en lavere prosent enn WACC, og dermed tyder på at klubben ikke skaper verdier. Tilsvarende har vi allerede nevnt at klubben er i en oppgangskonjunktur, som vil si at klubben fremover vil prøve å utvikle seg i en stabil fase hvor ROIC vil være et mer habilt nøkkeltall. I 16/17 så klubben en ROIC som var tilfredsstillende på 14,15%, og har gradvis vist at i femårig utvikling har avkastningen hatt en positiv trend, med unntak i sesongen 14/13.

6.2.2 Driftsmargin

Driftsmargin predikerer og gir et mål på fortjeneste i en bransje eller virksomhet. En høy driftsmargin tilsier at klubben tjener mer per omsatt krone. Ytterligere vil det brukes EBITDA-margin og driftsmargin som et mål på fortjeneste. Det er ikke den optimale måten å måle marginen for fortjeneste, da det i litteraturen foretrekkes EBITA-margin, denne gir en bedre indikasjon og inkluderer underliggende inntjening. Begrunnelsen gis i at i notene til Juventus indikeres det ikke for den underliggende inntjeningen og gjør det vrient og unøyaktig å beregne EBITA.

Den årlige driftsmarginen til Juventus er gitt ved driftsresultat/sum driftsinntekter. Den gjennomsnittlige driftsmarginen til klubben har vært på 0.66%. Den gjennomsnittlige driftsmarginen til Juventus de 7 foregående årene viser en rimelig nøyaktig antydning. Det er to år som trekker gjennomsnittet opp og ned, 16/17 og 11/12 som skyldes av salg av immaterielle eiendeler og investeringer i anleggsmidler. Alikevel har driftsmarginen hatt en økende trend etter sesongen 11/12. Juventus hadde sterke prestasjoner i Europeiske turneringer og dominert de italienske turneringene etter 11/12 sesongen, og forklarer økning i driftsinntekter.

6.2.3 Vekst

Analyse av historisk informasjon tar for seg i stor grad den forståelsen angående kritiske spørsmål om veksten til klubben. Det er visse faktorer som kan stå for en vekst i en virksomhet. Disse kan være organisk vekst, oppkjøp eller tilfeldigheter

(Kaldestad & Møller, 2017, s.91). Veksten har blitt beregnet gjennom salgsinntekter minus posteringen overgangsinntekter, da dette som tidligere nevnt utgjør en postering som kan anses som én engangspostering og kan manipulere vekstraten og resultatet til en fotballklubb. Gjennomsnittsvekstraten til klubben for tidsperioden har vært 15,5%. Dette tallet gir en god indikasjon på at de sportslige prestasjonene i bransjen er viktig for at virksomheten skal vokse. Vekstraten har derimot ikke vært i en stabil lineær økning, men heller sporadiske økninger og nedgang. Klubben fant seg på sin høyeste vekst i sesongen 12/13 da vekstraten lå på 44,51% og opplevde i foregående regnskapsår en nedgang på 3,45%. Vekstraten korreleres sterkt med de sportslige prestasjonene. For å kunne forstå hvordan vekstraten og de resterende nøkkeltallene har vært i bransjen må vi sammenligne de med andre fotballklubber som har tilsvarende organisasjonsstruktur. Dette vil i all hovedsak gi oss svar angående de kritiske spørsmålene til veksten.

6.3 Nøkkeltallsanalyse sammenlignet med bransjestandard

Sammenligningen med bransjen gjøres med å ta utvalgte fotballklubber som kan enklest sammenlignes med klubben i organisasjonsstruktur. Et viktig krav for valgene av klubber er at de er børsnoterte på lik grad som Juventus. Bransjen er i all hovedsak europeiske klubber med sterke sportslige prestasjoner og de fotballklubbene som befinner seg i den italienske toppserien. Kravene for valgene av klubbene når det gjelder sportslige prestasjoner vil være å ha kommet til en Champions League plass i løpet av tidsperioden eller å ha vunnet hjemlige turneringer.

De sammenlignbare klubbene som vil bli tatt i målingen;



Manchester United

I en nedgangsperiode, men regnes som den aller største klubben i engelsk fotballhistorie. Klubben befinner seg i en utviklingsfase, og viser tegn til oppgang med en 2. Plass i den engelske toppserien Premier League.



Olympique lyonnais

Er den største klubben fra den franske toppserien som ikke skylder veksten sin til oppkjøp. Klubben er i en utviklingsfase, og har hatt sterke resultater i nyligere år.



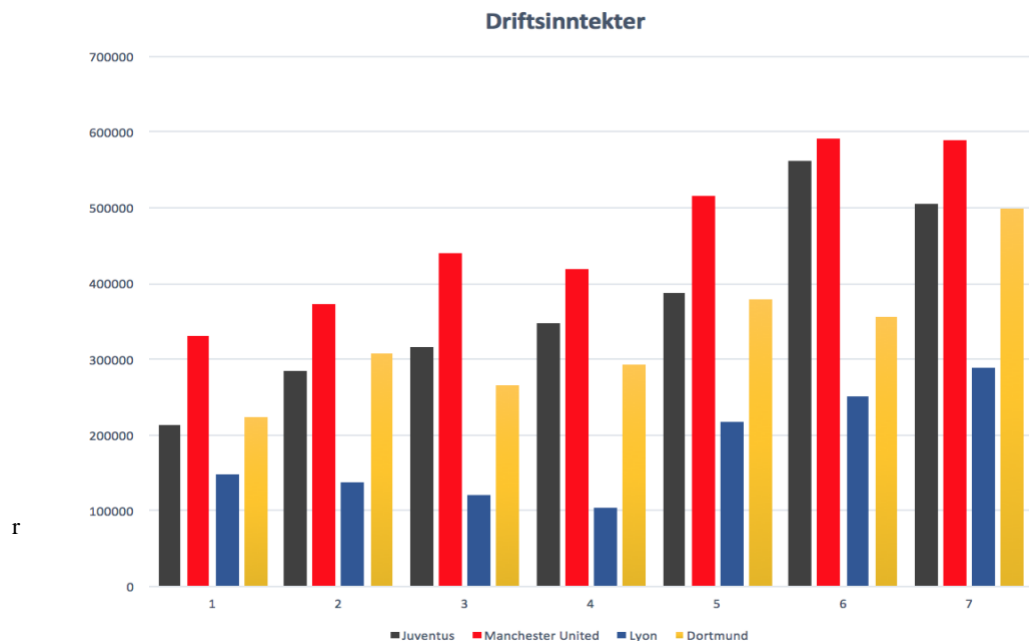
Borussia Dortmund

Har vært den desidert nest største klubben i den tyske toppserien Bundesliga. Har en klubbfilosofi å ha organisk vekst i klubben, og er relativt sen i utviklingsfasen og nærmer seg en stabilitet.



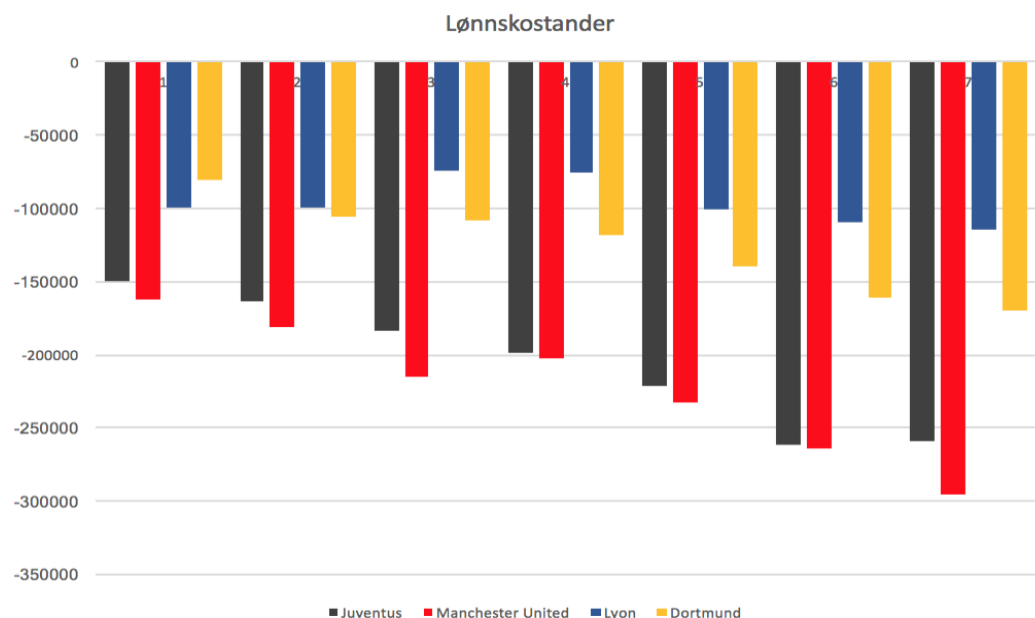
Regnskapstallene i den hjemlige ligaen er viktig for å forstå sammenhengen av nøkkeltallene. Som vil bli hentet fra PWC "ReportCalcio"

6.3.1 Driftskostnader og driftsinntekter



Figur 6.3 Figuren viser til de årlige driftsinntektene for de sammenlignbare klubbene, år syv er siste året for regnskapstall 17/18 og år 1 er 11/12 sesongen. Søylen er hentet fra posteringene sum driftsinntekter, hvorav den mørke søylen tilhører Juventus.

Vi ser i industrien hvor viktig sportslige prestasjoner er for at driftsinntektene skal øke. I sesongen 11/12 illustrert som år 1 i figur 6.3 er driftsinntektene til samtlige klubber er relativt like. De store gapene kommer i senere år, når vi ser Lyon reformere klubben og prøver å yte sportslig. Dette gjorde at veksten i driftsinntekter holdt seg stabilt til de kunne etablere seg som en aktør igjen, noe de ikke gjør før i sesongen 15/16. I denne perioden gjør tysk fotball sterke prestasjoner i Champions League. I 12/13 sesongen spiller Dortmund finale, noe som gjør at de overgår Juventus i driftsinntekter. Organisasjonsstrukturen til Dortmund omhandler en god del om å etablere unge og lovende spillere, og gi tilbake i gevinst i form av sportslige prestasjoner eller videresalg. Driftsinntektene til Dortmund blir sterkt påvirket av den posteringen, noe som gjør at de kan konkurrere sesong til sesong. Den engelske klubben Manchester United er en etablert aktør, og har tilhengere og tiltrekningskraft kun én eller to klubber i verden kan konkurrere med. Svake sportslige prestasjoner har dermed ikke påvirket driftsinntektene til klubben til den grad den kan påvirke andre klubber. De har en markedsposisjon, som Juventus streber etter å oppnå, som fortsatt baserer seg på UEFA og medieinntekter for å kunne konkurrere med verdenstoppen.



Figur 6.4 Figuren representerer årlige lønnskostnader for de 7 siste årene, år 7 utgjør sesongen 17/18 og år 1 utgjør sesongen 11/12.

For å kunne definere driftskostnaden må vi finne fellesnevneren i bransjen som utgjør en stor kostnadspost. For bransjen gjelder dette lønnskostnader. Denne kostnadsposten er definerende for utviklingen i bransjen. Hvis en klubb investerer

i nye spillere og dermed øker lønnskostnadene kan dette gi en indikasjon på at det satses sportslig, og vice versa. Innsikt i posteringen er nødvendig for verdsettelsen av Juventus.

Figur 6.4 viser til at det er Manchester United og Juventus som har høyest lønnskostnader. For å kunne tiltrekke ettertraktede fotballspillere i markedet må klubber kunne tilby en lignende lønn de kan finne i en annen klubb, oftest en bedre lønn enn andre fotballklubber. Spesielt med nye aktører i bransjen som USA og Kina, som er markeder som er nyetablerte i bransjen. Disse markedene er desperate etter å kunne etablere seg som en kraft i bransjen og dermed tilbyr langt over markedspris på spillere og tilbyr i samspill over markedspris på lønninger. Juventus og Manchester United har i perioden hatt store profilerte spillere som krever høye lønninger. Denne trenden ser ikke ut til å stoppe, når begge klubber ønsker å tiltrekke seg nye spillere. Dortmund og Lyon har fordelen av å signere spillere som ønsker utvikling, som dermed ikke øker lønnskostnaden betraktelig. Dortmund har hatt en relativ lineær økning i lønnskostnadene sine. Dette er en klubb som henter ikke-etablerte spillere, og dermed gir økningen en indikasjon på lønnskostnadene at bransjestandarden har økt de siste 7 årene.

PWC ReportCalcio er en rapport som utføres årlig for de sportslige ligaene i Italia. Rapporten publisert i 2018, tilsa at lønnskostnadene til Serie A utgjorde nærmere 50% av alle utgiftene. Dette ser vi tilsvarer de lønnskostnadene til Juventus sine lønnskostnader som i gjennomsnitt utgjorde 57,18% av alle kostnadene. Juventus ligger i relativ trygg posisjon i forhold til den gjennomsnittlige andelen til Serie A, og er ikke noe bekymringsverdig.

6.3.2 Driftsmargin

Tidligere nevnte vi at Juventus opererer med en gjennomsnittlige driftsmargin for tidsperioden på 0,66%. Nå skal vi teste om denne avviker mye fra bransjestandard.

Driftsmarginen varierer veldig i bransjen da en del fotballklubber ikke opererer for fortjeneste, eller er i faser hvor fortjeneste ikke er høyeste prioritet. Vi beregnet den gjennomsnittlige driftsmarginen til 6,59%. Vi tok i bruk EBITDA-

Marginen til Serie A, oppgitt i PWC Report Calcio. Utreget ved EBITDA/Sum driftsinntekter fra sesongen 11/12 til sesongen 16/17.



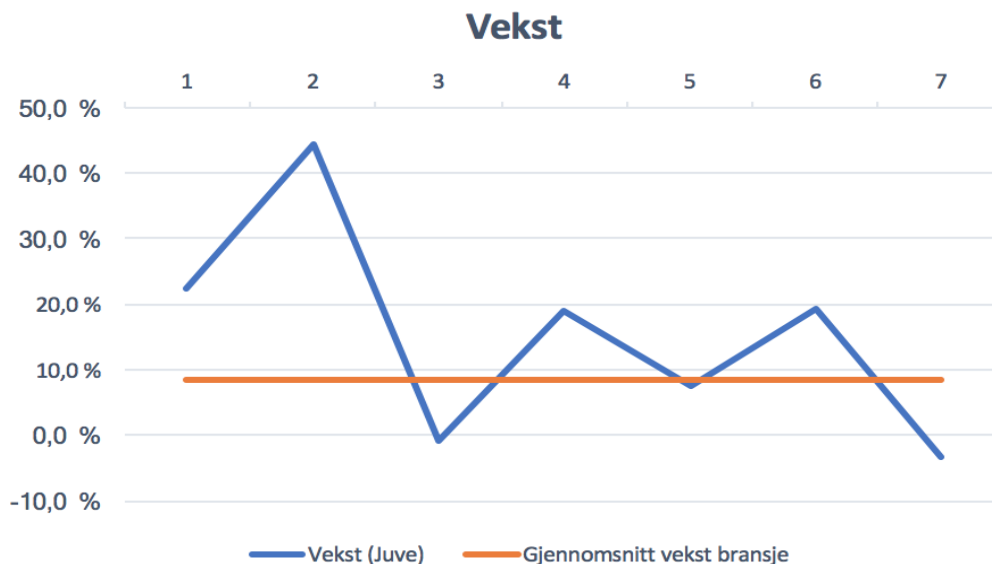
Figur 6.5 Driftsmargin sammenligner driftsmarginen med lignende fotballklubber, år 7 er 17/18 sesongen og år 1 er 11/12. Figur 6.6 EBITDA-Margin sammenligner EBITDA-marginen med gjennomsnittet i Serie A, år 6 er 16/17 og år 1 er 11/12.

Figur 6.5 viser til at Juventus har i gjennomsnitt ligget under bransje gjennomsnittet for driftsmargin. Dette skyldes sterkt av at i tidsperioden har klubben vært i en utviklingsfase, som har resultert i en negativ driftsresultat som tilsier en svakere driftsmargin. I de nyligere årene har de oppnådd en driftsmargin nærmere bransjestandard, men trenden viser at klubben vil prøve å utvikle seg videre. Etersom utviklingsfasen etterhvert vil gå i en stabil fase ser vi for oss at den gjennomsnittlige driftsmarginen til klubben vil befinne seg i overkanten av bransjens driftsmargin.

Tidligere nevnte vi EBITDA-margin som et nøkkeltall for investorer. Figur 6.6 viser til at EBITDA-marginen til Juventus har vært signifikant høyere enn bransjestandarden i Serie A. Foruten om sesongen 2011/2012, som var sesongen de vant Serie A igjen. Videre har de vunnet turneringen årlig, som tilsvare en økning i driftsinntekter. Den gjennomsnittlige EBITDA-marginen til Serie A er naturligvis lavere enn Juventus sin i tidsperioden da den preges sterkt av mindre fotballklubber med drastisk mindre økonomiske midler. Nyopprykkede fotballklubber tas i beregningene til PWC, og er dermed på å påvirke den gjennomsnittlige marginen i en negativ forstand.

6.3.3 Vekst

Beregnet vekst ble innhentet på nøyaktig samme måte som Juventus sin vekst. Det ble tatt i forbehold til å bruke relevante driftsinntekter som ikke var varierende og kunne mislede den reelle veksten til industrien. Med disse forutsetningene determinerte vi en vekst i bransjen på 8,58%. Som tidligere nevnt så begrunnet vi overgangsinntekter til å være en post som kunne gi misledende persepsjon av reell vekst, og dermed utelatt.



Figur 6.7 Figuren tar for seg veksten i bransjen kontra veksten til Juventus samme tidsperiode. År 1 er 11/12 sesongen, år 7 er 17/18 sesongen.

Juventus har hatt en varierende vekst som forholdsvis har ligget over bransjestandard de syv siste årene. I inngangsårene i tidsperioden fikk klubben en ekstrem oppgang i vekst, grunnet av tidligere år som var rammet av dårlige sportslige prestasjoner. Med en vekst på 44,51% i sesongen 12/13 som makspunkt for vekst i tidsperioden. Etersom sportslige prestasjoner ble normalisert i virksomheten, så gikk veksten til et mer stabilt nivå, men likeså varierende noe som gjenkjennes i industrien. Klubben har i tidsperioden operert på 15,5% vekst, noe som igjen gir en indikasjon på klubben er i utvikling. Veksten til Juventus vil forventes å minske og stabilisere seg på rundt bransjenivå, ettersom sportslige prestasjoner vil bli en norm og ikke påvirke veksten like signifikant.

7.0 Prognostisering av kontantstrøm

For å kunne kvantifisere den fremtidige inntjeningen til klubben, så foretar vi en prognostisering av kontantstrømmer. Historiske regnskapstall og den strategiske analysen vi har gjennomført gir oss en innsikt til å utføre prognosene. Det finnes to tilnærminger til å utføre en prognose, den første tar for seg prognoser i nærmeste tid og kalles for “eksplisitte prognoseperioden” og den langsiktige prognosen utføres av noe som kalles “terminalverdi” (Kaldestad & Møller, 2017, s.114). Terminalverdi står for en god del av prognostisering av den fremtidige inntjeningen, men baserer seg på det siste regnskapsåret og er en relativ enkel modell. I vårt tilfelle er siste regnskapsår en relativ god representasjon av bedriftens regnskapstall i overskuelig fremtid, noe som til en viss grad ikke vil gi urealistiske tall. For å kunne utføre detaljerte prognoser så trenger man innsikt innenfra i selskapet noe som ikke tilbys oss. Top-down modeller tillater oss å utføre en prognose på et overordnet nivå, og baserer seg sterkt på historiske regnskapstall som vi allerede har full innsikt i. Motsetningen er bottom-up modeller som krever innsikt på detaljerte segmenter i klubben som vi ikke har tilgang til.

7.1 Prognoseperiode

Prognoseperioden bestemmes av hvilken type selskap man skal verdivurdere. I vårt tilfelle er dette en fotballklubb. Tidshorisonten for prognosen bestemmes til å foreligge på en 10 års periode. Bransjen er syklisk, noe som krever at prognoseperioden bestemmes til en lengere tidshorisont. Siste regnskapsår utgitt offentlig er fra 17/18 sesongen og prognose perioden vil vedvare til 27/28 sesongen. En tidshorisont på 10 år vil dekke svingninger som kan forekomme i en syklisk bransje, og tar i forbehold utviklingen til klubben.

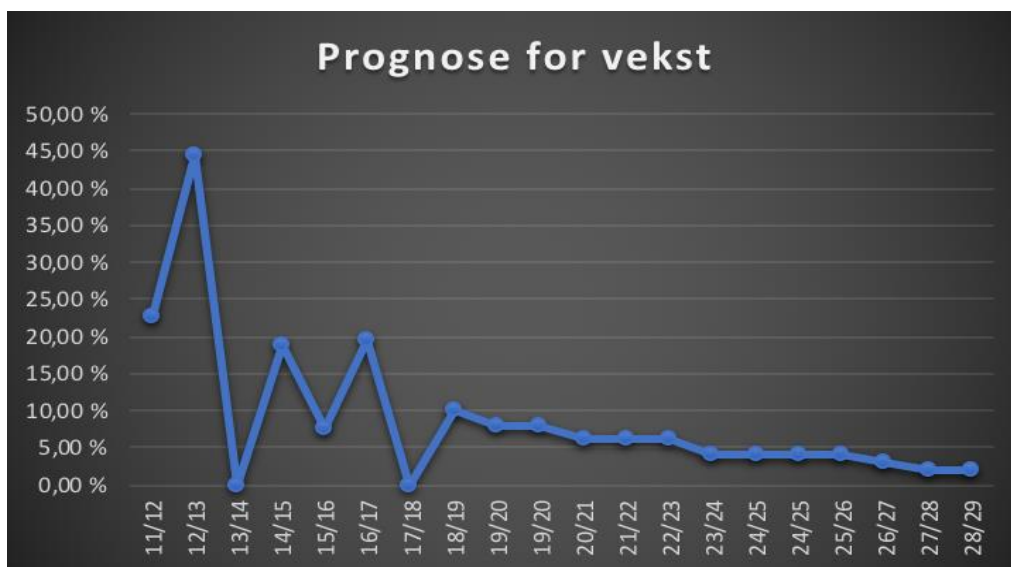
7.2 Prognosemodellen

7.2.1 Langsiktige vekstraten

Det foreligger i grunn to former for vekst; resultatvekst og ekspansjonsvekst. Resultatvekst tar for seg veksten i eksisterende eiendeler, og ekspansjonsvekst vekst som forekommer fra investeringer i varig driftsmidler. (Kaldestad & Møller, 2017, s.122)

Først og fremst så har vi valgt å ekskludere spillersalg i våre vekstprognoser fordi dette er inntektspost som er umulig for oss å estimere. Spillersalg er ikke basert på historiske tall og kan forekomme av mange forskjellige årsaker. Ingen aktører utenfor klubben vet noe om når et spillersalg kan skje, hvor mye salget kommer på og hvem som forsvinner. Derfor ser vi på denne posten som urelevant. Den gjennomsnittlige veksten til Juventus de siste seks årene ekskludert spillersalg ligger på 15,5% pr år. Den høye veksten er påvirket av en generell voksende bransje, men også Juventus sin befestelse blant fotballeliten i Europa de siste 7-årene. De har hatt stor sportslig suksess med syv seriemesterskap på rad og gjort attraktive spillerkjøp i konsumentens øyne. For et år siden gikk også Juventus til innkjøp av en spiller med fotballverdens største merkenavn; Cristiano Ronaldo.

Fotballverden er i stadig vekst. I et intervju med Forbes sier “Chief Revenue Officer” i Juventus at USA og Kina er nøkkelmarkeder for videre vekst. Slike intervjuer gjør oss positive for en god fremtidig vekst. Til tross for det er det begrenset hvor lenge en slik vekst kan opprettholdes, spesielt med tanke på at Juventus allerede er en av verdens største klubber. Det italienske fotballmarkedet har også små marginer for videre vekst. Derfor har vi valgt å sette en evig vekst på 2%. Umiddelbart kan dette virke som en pessimistisk tilnærming med tanke på veksten klubben har oppnådd siste 7 årene, men vi mener dette er realistisk i et langsiktig perspektiv på grunn av størrelsen til klubben. Når vi gjør beregningene våre tar vi forbehold om at veksten vil avta gradvis fra 10% ned til 2%. Dette er veksten vi bruker:

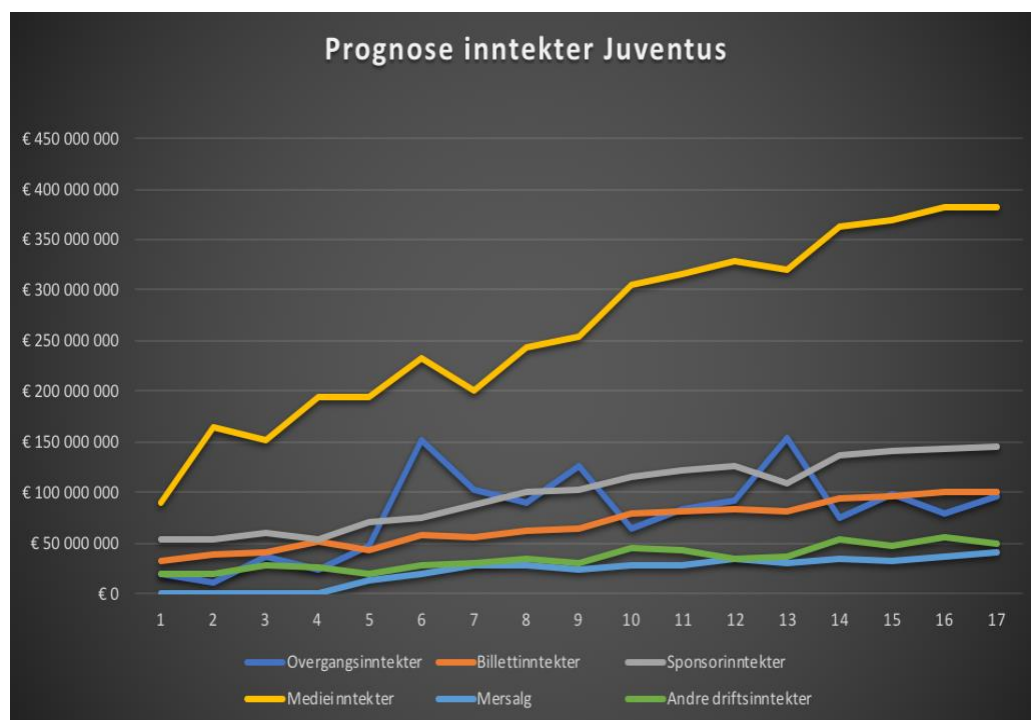


Figur 7.1 Vekstprognose for Juventus i et 10-års perspektiv. Sesongen 18/19 er der prognosen begynner. Tidligere år er hentet fra historiske regnskapstall.

7.3 Inntekter

Inntektene deles inn i seks poster. Overgangsinntekter, billettinntekter, sponsorinntekter, medieinntekter, mersalg og andre driftsinntekter. Som vi snakket om tidligere i oppgaven kommer største delen av inntektene til Juventus fra medieinntekter. Serie A er gode til å markedsføre seg og det er en voksende interesse i nye markeder som Asia og USA, derfor tror vi denne posten vil fortsette å ha en stødig vekst. Billettinntekter, sponsorinntekter og mersalg tror vi vil følge trenden til de historiske tallene, og der ser vi en jevn økning de 7 siste årene.

De to postene det ligger mest usikkerhet bak er andre driftskostnader og overgangsinntekter. Disse varierer mye år til år, og den har høy korrelasjon med sportslige prestasjoner. Vi regner med at Juventus vil fortsette med gode sportslige prestasjoner og dermed vil disse postene øke. Historiske tall i fotballen viser at overgangsinntektene også blir høyere. Det vil være noen år som gir ekstra utslag fordi de har solgt noen av sine beste spillere til høye summer. Dette er en naturlig del av fotballbransjen. Summene vi har kommet frem til vil brukes i DCF-modellen vår.



Figur 7.2 Prognose for inntektene til Juventus delt inn i overgangsinntekter, billettinntekter, sponsorinntekter, medieinntekter, mersalg og andre driftsinntekter. År 7-17 er vår prognose. År 1-6 er hentet fra historiske regnskapstall.

| Prognose for inntekter | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 | 26/27 | 27/28 |
|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Overgangsinntekter | 88 821 901 | 125 905 044 | 63 552 070 | 84 206 493 | 91 077 742 | 153 010 607 | 75 776 682 | 97 562 478 | 79 610 982 | 95 819 778 |
| Billettinntekter | 61 065 057 | 64 151 618 | 79 440 087 | 80 838 233 | 84 071 762 | 80 148 413 | 94 720 852 | 95 220 978 | 99 513 727 | 99 879 938 |
| Sponsorinntekter | 99 924 638 | 101 923 131 | 114 393 726 | 121 257 349 | 126 107 643 | 108 564 669 | 136 398 027 | 140 489 968 | 143 299 767 | 144 541 698 |
| Medieinntekter | 244 260 227 | 253 608 731 | 305 049 936 | 316 616 412 | 329 281 069 | 320 593 653 | 363 728 072 | 369 176 415 | 382 132 713 | 382 467 079 |
| Mersalg | 27 756 844 | 23 981 913 | 28 598 431 | 26 946 078 | 35 029 901 | 29 873 499 | 34 099 507 | 31 219 993 | 35 824 942 | 40 601 601 |
| Andre driftsinntekter | 33 308 213 | 29 977 391 | 44 486 449 | 43 787 376 | 35 029 901 | 36 431 097 | 53 043 677 | 46 829 989 | 55 727 687 | 48 721 921 |
| Sum driftsinntekter | 555 136 880 | 599 547 828 | 635 520 699 | 673 651 941 | 700 598 018 | 728 621 938 | 757 766 817 | 780 499 821 | 796 109 818 | 812 032 015 |

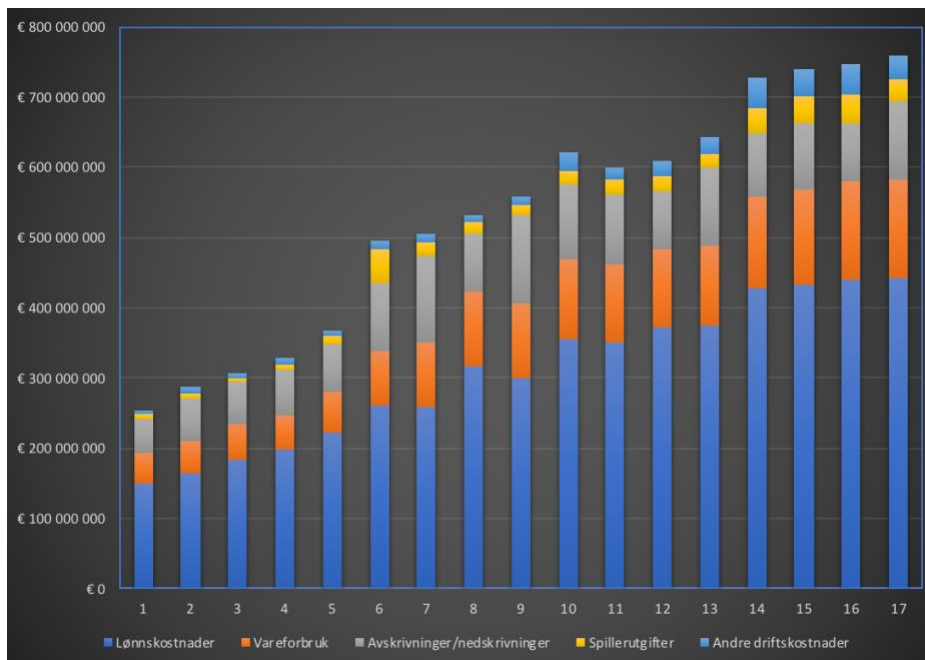
Tabell 7.1 Prognose for inntekter 10 år i fremtiden.

7.4 Kostnader

Driftskostnadene til Juventus deler vi inn i fem kategorier. Vareforbruk, lønnskostnader, ordinære avskrivninger/nedskrivninger, spillerutgifter og andre driftskostnader. Størstedelen av kostnadene kommer fra lønninger og avskrivninger. Dette gjør opp 75% av kostnadene i snitt de siste 7 årene.

Kostnadene til klubben øker i relativ lik takt med inntektene. Når klubben vokser og får mer penger brukes det også mer. Lønnskostnadene har ligget stabilt i overkant av 50% av driftsinntektene ifølge de historiske regnskapstallene. I våre prognoser beregner vi lønnskostnad som 55% av driftsinntektene i gjennomsnitt.

De vanskeligste postene å prognostisere blir spillerutgifter og andre driftskostnader. Disse kostnadene har hatt store opp og nedganger de siste 7 årene prosentmessig, og vi tror den fortsetter sånn. Det er ingen måte for oss å si hvor mye Juventus kommer til å bruke på spillerkjøp i fremtiden. Historiske tall indikerer ihvertfall at desto høyere driftsinntekter desto mer bruker klubber på spillerkjøp. Andre driftskostnader inkluderer poster som reklame, markedsføring og kostnader relatert til kampdager. Den vil variere mye, men ha en jevn vekst over perioden. Vareforbruket vil også ha en jevnt stigende vekst på bakgrunn av økningen i inntekter. De fysiske anleggsmidlene har vi satt til skal utgjøre mellom 30-50% av driftsinntektene til klubben. Avskrivningssatsen har de siste 7 årene et gjennomsnitt på 48%. Dette mener vi er litt høyt og den går gradvis ned fra 50% til 35% i årene som kommer. Her er det litt margin for feil da denne posten ikke innvirker så mye på estimert sluttverdi.



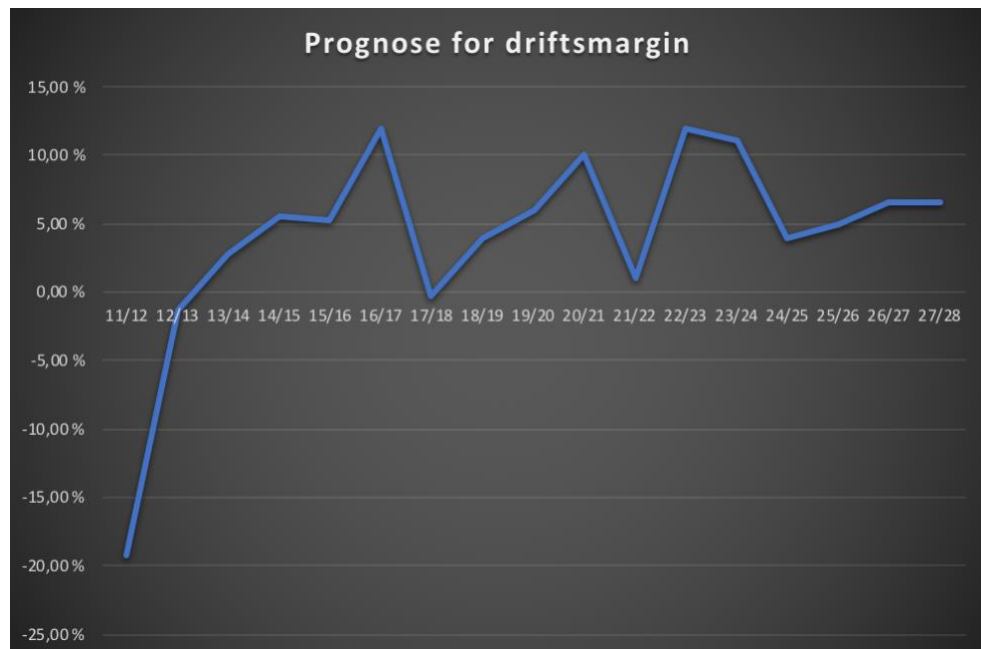
Figur 7.3 prognose for kostnader delt inn i postene lønnskostnader, vareforbruk, avskrivninger, spiller utgifter og andre driftskostnader. Fra kolonne 7 er våre prognoser, 1-6 er hentet fra historiske regnskapstall.

| Kostnader Juventus | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 | 26/27 | 27/28 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lønnskostnader | 317 923 334 | 305 325 284 | 362 726 436 | 357 329 308 | 377 499 296 | 381 270 831 | 426 991 265 | 433 842 114 | 437 253 893 | 440 623 663 |
| Vareforbruk | 105 476 007 | 106 253 199 | 112 115 444 | 109 839 423 | 113 249 789 | 113 642 388 | 131 889 194 | 135 543 943 | 139 921 246 | 139 927 800 |
| Avskrivninger | 81 220 082 | 124 905 798 | 107 918 609 | 100 094 510 | 82 522 363 | 110 344 188 | 89 256 188 | 92 826 435 | 81 952 481 | 111 455 375 |
| Spillerutgifter | 16 654 106 | 15 266 264 | 20 024 898 | 21 929 199 | 20 604 851 | 20 807 761 | 36 863 987 | 38 998 944 | 41 509 671 | 32 518 575 |
| Andre driftskostnader | 11 657 874 | 11 824 415 | 26 380 104 | 17 094 308 | 22 649 958 | 22 408 358 | 42 455 510 | 40 263 394 | 43 725 390 | 34 724 519 |
| Sum kostnader | 532 931 404 | 563 574 960 | 629 165 492 | 606 286 747 | 616 526 256 | 648 473 526 | 727 456 144 | 741 474 830 | 744 362 680 | 759 249 933 |

Tabell 7.2 Prognose for kostnader 10 år i fremtiden. Disse er tallene vi vil ta utgangspunkt i når vi bruker vår DCF-modell.

7.5 Driftsmargin

Driftsmarginen til Juventus har de siste syv årene ligget på et gjennomsnitt på 0,66%. Det er et par sesonger som har trukket dette snittet ned og det skyldes salg av immaterielle eiendeler og investeringer, sett bort ifra det kan vi se en tydelig trend oppover i tallene. Dette er faktorer som er vanskelig for oss å prognostisere, så vi vil ta til høyde for at noen år kan ha anomaliteter. Gjennomsnittet fra de klubbene vi har sammenlignet med ligger på 6,59% de siste 7 årene. Vi synes det er sannsynlig at Juventus vil ligge på dette om 10 år. Det er hensiktsmessig å legge den på snittet på grunn av en usikker fremtid på diverse faktorer. I sensitivitetsanalysen senere i oppgaven vil vi se hvor mye en endring i driftsmarginen vil påvirke verdien.



Figur 7.4 Prognose for driftsmargin i et 10-års perspektiv. Sesongen 18/19 er der prognosen begynner. Tidligere år er hentet fra historiske regnskapstall.

Figur 7.4 viser oss prognosene for driftsmarginen til Juventus. Vi tenker at denne vil variere ganske mye i årene som kommer, men den vil være gjennomsnittlig høyere enn de tidligere 7 årene. Ifølge prognosene våres vil den stabilisere seg rundt bransje gjennomsnittet i sesongen 26/27.

7.6 Skattekostnad

I litteraturen skiller det mellom to typer skatt for virksomheter; nominell skattesats og effektiv skattesats.

| Nominell skattesats | Effektiv skattesats |
|--|--|
| Er den skattesatsen som bestemmes av region og regjeringen virksomheten er opprettet i og driver virksomheten. | Den faktiske skattesatsen anlagt gjennom regnskapsmessige resultatet, gitt ved; betalbar skatt/resultat før skatt. |

(Kaldestad & Møller, 2017, s.78-79)

I tidsperioden er den effektive skattesatsen til Juventus eskalert grunnet et ordinært resultat før skatt som er forbeholdt en lav verdi. Hvorav den nominelle skattesatsen bestemt gjennom IRES gikk ned på et nominelt nivå til 24% fra 27,5% etter 16/17 sesongen (PWC), så ligger Juventus på en skattesats langt

høyere effektiv skattesats. I Italia så brukes det to former for skatt til å definere skattesatsen til et selskap. Som nevnt er den nominelle og teoretiske skattesatsen bestemt gjennom IRES til å ligge på 24%, dette er den selskapsskatten Juventus skal forholde seg til. IRAP bestemmes til å være på 3,9% og gjelder for ekstraordinære segmenter.

Under notene til Juventus defineres grunnlaget for den faktisk betalbare skatten, herunder grunnlaget for lavere skatt og høyere skatt. Informasjonen er likeså ikke begrunnet nok og gir oss ikke nødvendig innsikt til å forstå hvorfor den effektive skattesatsen er til den grad varierende fra år til år. Den påvirkes også i stor grad av EBIT til Juventus som ikke har vært stabil, siden klubben er under utvikling. Litteraturen tilsier at i det lange løp vil den nominelle og effektive skattesatsen være tilnærmet lik. (Kaldestad & Møller, 2017, s.79) Det er grunn til å tro at den fremtidige skattesatsen vil variere fra den nominelle skattesatsen, men at den ikke vil avvike langt i fra den nominelle skattesatsen når klubben befinner seg i en stabil fase. Skattesatsen for prognoseperioden vil foreligge på ett nominelt nivå bestemt av IRES til å ligge på 24%.

7.7 Investeringer

Juventus har varige driftsmidler som tomter, bygninger og inventar som inneholder stor verdi. Historisk informasjon viser til at det tidvis blir investert i treningsanlegg og opprettholding av blant annet Allianz Stadium som har Juventus som eier. Slike investeringer kan med en viss grad sikkerhet prognostiseres til å foreligge i fremtidige investeringer, uten å tilføre store gap.

De største svingningene kommer ved de immaterielle eiendelene til klubben og dens betydning til regnskapet til Juventus. Den historiske analysen fortalte oss at posteringen spillerkontrakter er en stor bidragsyter for økningen på de immaterielle eiendelene i tidsperioden. Fra perioden 11/12 til 17/18 så økte de immaterielle eiendelene med € 228 191 457, av denne økningen utgjorde postering spillerkontrakter med 93,23%. Salg eller kjøp av fotballspillere blir bokført i denne posteringen, og dermed tilsagt at den vil være aktuell ved begrunnelsen av fremtidige investeringer. Det foreligger store sprik på når investeringene tar plass, og dermed påberegnes det i fremtidige prognoser at det

vil være nødvendig for Juventus fra tid til annen å opprettholde en standard for å kunne konkurrere på sportslige plan.

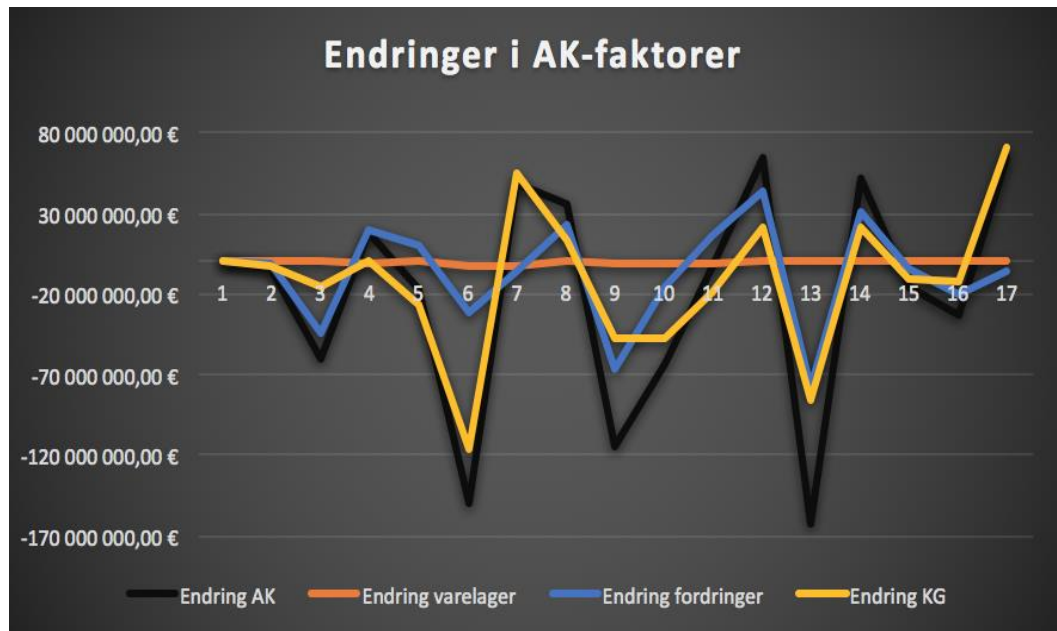


Figur 7.5 Prognose for investeringer i et ti-års perspektiv. År 1 er 11/12 og år 7 er siste ordinære regnskapsår. År 8 er første prognostiserte regnskapsår.

7.8 Prognostisering av arbeidskapital

Arbeidskapital blir gjerne bundet om, desto mer bedriften vokser. Det er ikke uvanlig å prognostisere at arbeidskapitalen vokser i likhet med omsetningen. (Kaldestad & Møller, 2017, s.77) Den vanlige formelen for å beregne endring i arbeidskapital er omløpsmidler over kortsiktig gjeld. For denne bransjen burde det tas i beregning for de relevante driverne for arbeidskapitalen for å kunne prognostisere videre. Historisk informasjon viser til at driverne kan lukkes ut til å være endring; varelager, fordringer og den kortsiktige gjelden summert. Dette er for å kunne utarbeide den diskonterte kontantstrømsoppstillingen.

Endringen i varelager har i den historiske analysen av regnskapstallene for tidsperioden til Juventus vist seg til å være relativt lav. Hvor sesongen 14/15 var første året med bokført varelager, det nyligste regnskapsåret viser til at varelageret utgjorde 1,07% i form av salgsinntektene. Det er ingen grunn til å tro at varelageret til Juventus vil utgjøre en større andel enn for sesongen 17/18 og dermed gis den fremtidig prognosen til å være 1% av inntektene.



Figur 7.6 Prognose for endring i AK. År 7 er siste ordinære regnskapsår, år 8 så starter prognoseperioden.

Figur 7.6 illustrerer endringen i arbeidskapital og endringene i faktorene. Illustrert ser vi at varelager ikke har en stor betydning for den fremtidige arbeidskapitalen, derimot er det endringer i både fordringer og kortsiktig gjeld, som utgjør den største forskjellen. Endring i fordringer og endring i kortsiktige gjeld er korrelert til en viss grad, og vi ser at de endrer seg overfor hverandre.

8.0 Verdivurdering

8.1 Diskontert kontantstrøm modell

| DCF Juventus | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 | 26/27 | 27/28 |
|------------------------------|-----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Overgangsinntekter | 88 821 901 | 125 905 044 | 63 552 070 | 84 206 493 | 91 077 742 | 153 010 607 | 75 776 682 | 97 562 478 | 79 610 982 | 95 819 778 |
| Billettinntekter | 61 065 057 | 64 151 618 | 79 440 087 | 80 838 233 | 84 071 762 | 80 148 413 | 94 720 852 | 95 220 978 | 99 513 727 | 99 879 938 |
| Sponsorinntekter | 99 924 638 | 101 923 131 | 114 393 726 | 121 257 349 | 126 107 643 | 108 564 669 | 136 398 027 | 140 489 968 | 143 299 767 | 144 541 698 |
| Medieinntekter | 244 260 227 | 253 608 731 | 305 049 936 | 316 616 412 | 329 281 069 | 320 593 653 | 363 728 072 | 369 176 415 | 382 132 713 | 382 467 079 |
| Mersalg | 27 756 844 | 23 981 913 | 28 598 431 | 26 946 078 | 35 029 901 | 29 873 499 | 34 099 507 | 31 219 993 | 35 824 942 | 40 601 601 |
| Andre driftsinntekter | 33 308 213 | 29 977 391 | 44 486 449 | 43 787 376 | 35 029 901 | 36 431 097 | 53 043 677 | 46 829 989 | 55 727 687 | 48 721 921 |
| Sum driftsinntekter | 555 136 880 | 599 547 828 | 635 520 699 | 673 651 941 | 700 598 018 | 728 621 938 | 757 766 817 | 780 499 821 | 796 109 818 | 812 032 015 |
| Lønnskostnader | -317 923 334 | -305 325 284 | -362 726 436 | -357 329 308 | -377 499 296 | -381 270 831 | -426 991 265 | -433 842 114 | -437 253 893 | -440 623 663 |
| Vareforbruk | -105 476 007 | -106 253 199 | -112 115 444 | -109 839 423 | -113 249 789 | -113 642 388 | -131 889 194 | -135 543 943 | -139 921 246 | -139 927 800 |
| Avskrivninger/nedskrivninger | -81 220 082 | -124 905 798 | -107 918 609 | -100 094 510 | -82 522 363 | -110 344 188 | -89 256 188 | -92 826 435 | -81 952 481 | -111 455 375 |
| Spillerutgifter | -16 654 106 | -15 266 264 | -20 024 898 | -21 929 199 | -20 604 851 | -20 807 761 | -36 863 987 | -38 998 944 | -41 509 671 | -32 518 575 |
| Andre driftskostnader | -11 657 874 | -11 824 415 | -26 380 104 | -17 094 308 | -22 649 958 | -22 408 358 | -42 455 510 | -40 263 394 | -43 725 390 | -34 724 519 |
| Sum kostnader | -532931404 | -563574960 | -629165492 | -606286747 | -616526256 | -648473526 | -727456144 | -741474830 | -744362680 | -759249933 |
| EBIT | 22 205 476 | 35 972 868 | 6 355 207 | 67 365 194 | 84 071 762 | 80 148 412 | 30 310 673 | 39 024 991 | 51 747 138 | 52 782 082 |
| Skatt | - 16 876 161,00 | -27339381 | -4829957 | -51197548 | -63894539 | -60912794 | -23036111 | -29658993 | -39327825 | -40114382 |
| Driftsresultat etter skatt | 5 329 315 | 8 633 487 | 1 525 250 | 16 167 646 | 20 177 223 | 19 235 618 | 7 274 562 | 9 365 998 | 12 419 313 | 12 667 700 |
| Avskrivninger | 81 220 082 | 124 905 798 | 107 918 609 | 100 094 510 | 82 522 363 | 110 344 188 | 89 256 188 | 92 826 435 | 81 952 481 | 111 455 375 |
| Investeringer | 196 348 358 | 117 133 881 | 124 106 401 | 49 888 375 | 162 013 292 | 50 092 758 | 99 456 895 | 61 757 996 | 166 246 462 | 117 824 253 |
| Endring Fordringer | 23 486 926 | -66 616 425,00 | -15 348 424,00 | 17 031 955,00 | 43 113 724,00 | -77 065 782,00 | 30 602 121,00 | -4 546 601,00 | -19 044 196,00 | - 3 502 883,00 |
| Endring KG | 12 964 487 | - 47 741 772 | - 47 963 826 | - 19 065 621 | 21 556 862 | - 85 472 958 | 21 858 658 | - 11 366 502 | - 7 804 998 | 73 242 103 |
| Endring Varelager | - 130 653 | - 444 110 | - 359 729 | - 381 312 | - 269 461 | - 280 239 | - 291 449 | - 227 330 | - 156 100 | - 159 222 |
| Endring AK | 36 320 760 | - 114 802 307 | - 63 671 979 | - 2 414 978 | 64 401 125 | - 162 818 979 | 52 169 330 | - 16 140 433 | - 27 005 294 | 69 579 998 |
| Kontantstrøm | - 73 478 201 | - 98 396 903 | - 78 334 521 | 63 958 803 | 5 087 419 | - 83 331 931 | 49 243 185 | 24 294 004 | - 98 879 962 | 75 878 820 |
| Sluttverdi | | | | | | | | | | 2 317 257 346 |
| Kontantstrøm+sluttverdi | - 101 235 045 | - 70 640 058 | - 40 203 279 | 39 300 600 | - 92 457 382 | 22 598 490 | 27 384 527 | 24 294 004 | - 98 879 961 | 2 393 136 166 |

Tabell 8.1 DCF-modell Juventus.

I tabell 8.1 er DCF-modellen vår for Juventus. Den er lagd på bakgrunn av våre prognoser for fremtidig kontantstrøm, som igjen er basert på informasjon om klubben og historiske regnskapstall. For å beregne terminalverdien har vi brukt Gordons vekstformel. Dette er en anerkjent modell for verdivurdering av selskaper.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Forventet KS siste år} * (1+g)}{r-g}$$

Figur 8.2 Gordons vekstformel.

Hvor forventet kontantstrøm siste år er 75 878 820, langsiktig avkastningskrav (r) er 5,34% og evig vekst (g) er 2%. Videre har vi brukt en netto nåverdi formel i excel. Input i den formelen er summen av kontantstrøm og sluttverdi for alle årene og det kortsiktige avkastningskravet på 4,7%. Dette gir Juventus en nåverdi på € 1 561 774 011. For å få et riktig resultat mangler vi å trekke fra netto rentebærende gjeld. Rentebærende gjeld finner vi ved å ta rentebærende gjeld minus finansielle eiendeler. Netto rentebærende gjeld ender opp på € 257 982 233. Dette tilsvarer en sluttverdi til Juventus på € 1 303 791 778.

8.2 Multiplervurdering

For å kunne verifisere om diskontert kontantstrøm metoden gir oss et nøyaktig resultat så tar vi i bruk andre verdivurderingsmetoder. Denne metoden kalles for multiplervurdering. Den tar i bruk å se på prisingen av sammenlignbare selskap for å kunne fastsette verdien på eget selskap. I motsetning til DCF så estimerer den fremtidige kontantstrømmer på en indirekte metode (Kaldestad & Møller, 2017, s.221). De benyttede multiplene vi har valgt er:

- EV/salg
- EV/EBITDA
- Price/Earnings(P/E)
- Price/book(P/B)

8.2.1 Sammenlignbare selskap

De identifiserte fotballklubbene er de samme klubbene vi brukte under den historiske analysen. Dette gjelder; Manchester United, Borussia Dortmund og Lyon. Vi innhentet også tidligere regnskapstall for AS Roma. Begrunnelsen for den kortfattede listen av sammenlignbare klubber er basert på at det finnes få fotballklubber som er børsnotert, og enda mindre som opererer med lignende størrelse på nøkkeltall. Ettersom analysen foregikk kom det et viktig funn av at AS Roma ikke hadde tilstrekkelig regnskapstall på størrelsen til Juventus for å kunne gi en nøyaktig bransje sammenligning, og ble derfor fjernet fra multiplervurderingen. På bakgrunn av at vi tidligere hadde utført en historisk analyse av regnskapstallene til de sammenlignbare klubben så kunne vi estimere multiplene basert på allerede innhentet informasjon. Vi tok i bruk bloomberg-terminalen for å kunne bekrefte eller avkrefte noen multipler for relevans, og dermed ikke manipulere verdien til selskapet i en spesiell retning.

8.2.2 Multipler

EV/Salg

Enterprise Value over salgsinntekter benyttes som en multiplere for å kunne sammenligne fotballklubber som ikke har positiv driftsresultat. Dette tillater oss å kunne velge bredere i bransjen. Det er ikke uvanlig for fotballklubber å gå i underskudd, og det vil være vanskelig å kunne utføre en multiplervurdering hvis ikke denne multipleren er en del av vurderingen. Som en etterfølger av at det er en grov sammenligning bør den kun brukes som en sekundær multiplere (Kaldestad & Møller, 2017, s.230-231).

EV/EBITDA

EBITDA er som kjent en viktig parameter for utenforstående investorer å få et innblikk på selskapet og brukes ofte i praksis som et viktig nøkkeltall. Multipleren er gitt ved EV/EBITDA, og er understøttet av EV/Salg.

P/B

Price over Book sammenligner virksomhetsverdien med sysselsatt kapital. Dette er en enkel metode som viser om klubben er i stand til å skape verdier. En P/B under 1 regnes som at klubben ødelegger verdier, noe P/B til Juventus ikke

indikerer da den ligger på langt over grensen med 12,31. P/B har en tendens til å utelate immaterielle eiendeler, noe som er viktig for bransjen.

P/E

Price over earnings er en kjent multipl som utøves i praksis, men forholder seg til selskaper som er i en stabil fase. Dette blir en implikasjon under sammenligningen med de andre fotballklubbene, da den historiske informasjonen tilsier at alle klubbene er i utviklingsfaser. Videre er den manglende utvalget av selskap å velge mellom et problem når gjeldsgraden på de forskjellige fotballklubbene er stor. Dette gjorde at vi eventuelt måtte utelukke klubbene Lyon, Roma og Dortmund og kun sammenligne med Manchester United, eller utelate multiplene helt. Multiplene som ble brukt for beregne markedsverdien til egenkapitalen til Juventus, endte med å være EV/Salg, EV/EBITDA og P/B. Risikoen ved å utføre multipler er at verdsetteren kan utelukke selskap eller relevante multipler for å finne en terminalverdi. Dette var noe vi var varsomme på å gjøre da vi vurderte hvilke multipler og selskap som skulle tas i betraktning. Vi tok av den grunn med P/E da vi skulle se om aksjekursen den 06.07.2018 var lik den verdien per aksje vi fant etter multiplvurderingen som illustrert i figur 8.3.

| Verdi per aksje | |
|--------------------|-------|
| EV/EBITDA | -0,34 |
| P/E | 0,32 |
| EV/Salg | 0,61 |
| P/B | 4,07 |
| Verdi per aksje | 1,17€ |
| Aksjekurs 06.07.19 | 0,88€ |

Figur 8.3 Aksjekurs

Vi ser en gjennomgående trend i bransjen at aksjekursen som regel går ned ved publiseringsdatoen av de finansielle rapportene, og etter en viss periode stabiliserer kursen seg igjen. Dette kan også skyldes at overgangsvinduet åpner i juni måneden og investorer venter til eventuelle spillerkjøp skal bli annonsert før de investerer. Juventus fikk en kraftig økning på grunn av spillerkjøpene de gjorde overgangsvinduet i 2018, og kursen ligger i dag på nærmere 1,4€. Figur 8.3 viser at verdierestimatet ved bruk av multipler tilsier at aksjekursen den 06.07.19 var undervurdert i markedet.

Når vi sammenligner selskapsverdien multiplene gir oss med verdien vi fikk i den diskonterte kontantstrømsmodellen, så ser vi at differansen mellom verdiene ikke varierer i stor grad. Multiplervurdering kan ofte gi store feilslag i verdi basert på de tidligere argumentene om multiplene i vår analyse, så vi vil ikke forkaste verdien helt da den til en viss grad gir grunnlag for troverdighet. Ved å finne markedsverdien til egenkapitalen og fjerne netto rentebærende gjeld, så fikk vi en Enterprise Value via multiplervurdering til å være €1 202 901 233. Dette tilsvarer en differanse på €100 890 546 fra DCF-verdien.

| | |
|---------------------------|----------------|
| Markedverdi EK | 1 460 883 466 |
| -Netto rentebærende gjeld | 257 982 233,00 |
| Multipl verdi | 1 202 901 233 |
| DCF | 1 303 791 778 |
| Forskjell i verdier | 100 890 546 |

Figur 8.4 Multiplervurdering

9.0 Sensitivitetsanalyse

I denne delen av oppgaven skal vi foreta en sensitivitetsanalyse. Det er en metode som blir brukt for å analysere hvor følsomme variablene er for en endring i en kalkyle. Vi vil ta en titt på sensitiviteten til total kapitalens avkastningskrav (WACC), vekst og driftsmargin.

9.1 Vekst

Den første variabelen vi skal ta for oss er vekst. En endring i vekst vil ha stor innvirkning på nåverdien, og da spesielt den evige veksten til selskapet. Vi satte den evigvarende veksten til 2% i oppgaven vår. Når man tar en titt på gjennomsnittlig vekst i bransjen kan dette umiddelbart virke litt pessimistisk, så det blir interessant å se hvor følsom den er for endring. Analysen vil vise sensitiviteten i en evig vekst fra 0% til 4%.



Figur 9.1 Sensitivitetsanalyse for evig vekst.

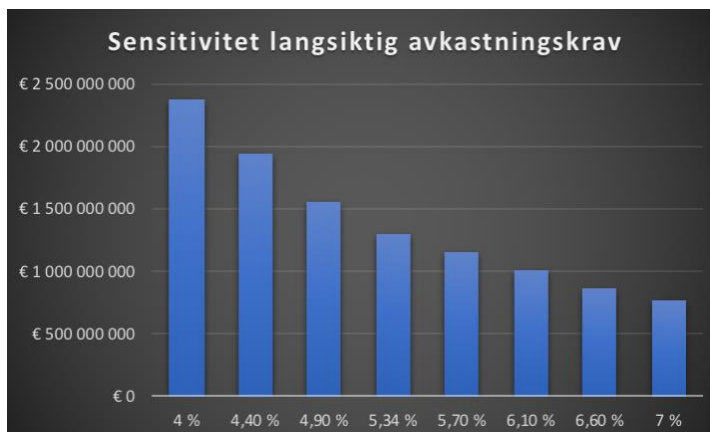
Her kan vi tydelig se at den evige veksten spiller inn relativt mye på sluttverdien. Er vi pessimistiske og sier at veksten vil ligge på 0% vil Juventus sin verdi ligge på € 903 733 759. Hvis vi hadde vært i overkant optimistiske med 4% vekst er sluttverdien € 2 898 052 839. Men med bakgrunn på vår strategiske analyse ser vi på det som mest sannsynlig at Juventus sin evige vekst vil ligge i intervallet 1-2,5%. Våre forventninger er at den gjennomsnittlig veksten vil avta ganske mye over de neste 10 årene. I intervallet 1-2,5% varierer verdien med 430 millioner euro. Da kan vi konkludere med at veksten er middels til stor grad sensitiv.

9.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Det er mange parametere som spiller inn når vi skal endre på total kapitalens avkastningskrav. Parametere som påvirker WACC inkluderer beta, markedets risikopremie, risikofri rente, rentebærende gjeld og skatt. Når det er såpass mange faktorer som spiller inn kan det være vanskelig å finne hvilket intervall vi skal bruke i sammenligningen vår. Vi tar også til betraktning at vi har to forskjellige avkastningskrav, et langsiktig og et kortsiktig. Når vi endrer på den ene vil vi holde den andre konstant.



Figur 9.2 Sensitivitetsanalyse for kortsiktig avkastningskrav

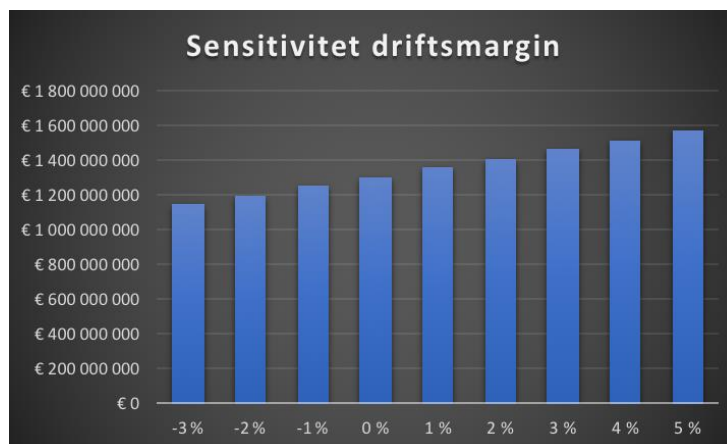


Figur 9.3 Sensitivitetsanalyse for langsiktig avkastningskrav

I figur 9.2 ser vi på sensitiviteten til det kortsiktige avkastningskravet i intervallet 3%-6%. Sluttverdien endrer seg rundt 370 millioner euro i dette intervallet. Intervallet vi har satt er stort, og derfor vil vi si at sensitiviteten til det kortsiktige avkastningskravet har middels til lav grad av sensitivitet. På det langsiktige avkastningskravet har vi analysert på 4%-7%. Ikke overraskende er det langsiktige mye mer sensitivt. Her varierer det med hele 1,6 milliarder euro. Vi konkluderer med at sensitiviteten til det langsiktige avkastningskravet er stort.

9.3 Driftsmargin

Driftsmarginen var en faktor som var vanskelig å prognostisere på. Vi tok i forutsetning at Juventus ville ha en variert driftsmargin tatt i grunn den historiske informasjonen vi besitter. De prognostiserte tallene endrer seg årlig mellom intervallet 4%-12% i prognoseperioden. For å kunne determinere sensitiviteten gjorde vi i motsetning til veksten, hvor kun veksten ble endret det siste året, til å endre prosentsetningen i hvert enkelt år. Dermed justerer vi alle prognostiserte år med intervallet -3 prosentpoeng til 5 prosentpoeng.



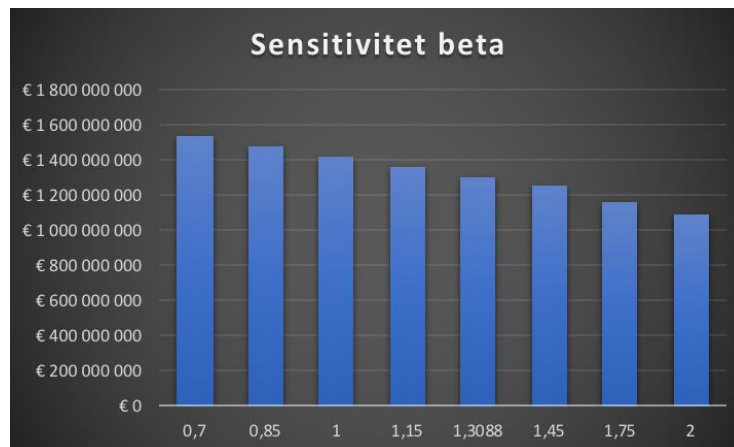
Figur 9.4 Sensitivitetsanalyse for driftsmargin

Figuren illustrerer hvis driftsmarginen blir nedjustert eller oppjustert med ett prosentpoeng og hvilken innvirkningen dette vil ha på sluttverdien. Hvis kostnadene til klubben i prognoseperioden estimeres til lavere enn opprinnelig antatt, så vil driftsmarginen øke. Vi ser at hoppet mellom høyeste justering til 5 prosentpoeng øker sluttverdien med €263 351 094 som tilsvarer en økning på 83%. En så høy oppjustering vil kreve at selskapet enten øker driftsinntektene drastisk eller kutter ned på kostnadene. Justeringen virker urealistisk da historisk informasjon forteller om korrelasjonen mellom inntekter og kostnader er sterk. Det tilsier at man ikke kan øke den ene drastisk uten å påvirke den andre i samme

retning. Intervallet mellom -1% og 1% virker mer realistisk da resultatet for justeringen påvirker sluttverdien kun med reduksjon på €52 670 218 eller økning på €52 670 218. En justering i driftsmarginen til Juventus påvirker klubbens sluttverdi med en reduksjon på €158 millioner eller økning €263 millioner. Noen få prosentpoeng endring i driftsmarginen kan påvirke sluttverdien til Juventus betraktelig, og dermed konkluderes det med at endringen i driftsmargin er middels sensitiv og har en merkverdig grad innvirkningen på sluttverdien.

9.4 Beta

Betaen til Juventus varierer mye ut fra hvilket analyseselskap vi ser på. Da vi valgte en beta fulgte vi bloomberg terminalen på BI og endte opp på 1,3088 etter justeringer, men når vi ser på sider som Reuters, Infront Analytics og Yahoo finance, så svinger den fra 0,7 til 2. Vi vil velge ut 8 parametere i dette intervallet i analysen vår. Det som vil påvirke terminalverdien når vi endrer på betaverdien er at avkastningskravene endrer seg.



Figur 9.5 Sensitivitet beta

I dette intervallet endrer terminalverdien seg med 450 millioner euro. Hvis risikoen hadde korrelert nøyaktig med det italienske markedet, altså en beta på 1, så ville hadde terminalverdien økt med 100 millioner euro. Lavere korrelasjon med markedet fører til en høyere terminalverdi. Konklusjonen vår blir at sensitiviteten til beta-verdien er middels til høy.

9.5 Scenarioanalyse

En scenarioanalyse vil gi oss nødvendig innsikt på faktorer som er sensitive på den fremtidige netto nåverdien til klubben. Ved å sette sammen en scenarioanalyse kan vi estimere graden for sannsynlighet for ulike scenarioer som kan påvirke verdien. Den diskonterte kontantstrøm metoden ga oss en

terminalverdi ved å utarbeide prognoser basert på den strategiske analysen og historisk regnskapsinformasjon, og vil bistå som den sluttverdien selskapet har. Scenarioanalyse fremmer usikkerheten rundt verdien. Scenarioene vil forholdsvis inneholde konkrete faktorer om sportslige prestasjoner og hvilke tap/gevinster som vil innvirke i verdien til Juventus. Dette vil være direkte innvirkninger fra premiepenger og medieinntekter, ikke andre faktorer som sponsorinntekter og billettinntekter.

Scenario 1:

Klubben opererer i en “best case” scenario hva gjelder sportslige prestasjoner; Serie A, Coppa Italia og seier i Champions League. Dette scenarioet sees på det som gir maksimalt resultat for klubben, og øker driftsinntektene betraktelig med rundt €100 millioner slik de fikk for en 2. plass i 16/17 sesongen for en finaleplass Champions League. Dette tilsvarer i en netto nåverdi på €3 031 694 302, som igjen neddiskonteres for netto rentebærende gjeld, til en sluttverdi på €2 773 712 069. Sannsynligheten for at dette scenario skal inntreffe er beregnet til 2,5%.

Scenario 2:

Klubben opererer i en “worst case” scenario. Vi forutsetter at klubben ikke presterer sportslig og dermed taper alt av medie og premiepenger fra turneringene. Dette tilsvarer et tap på omtrentlig €270 millioner. Dette påvirker netto nåverdien til et negativt tall på €1 099 057 996, og dermed er sannsynligheten for at dette scenario skal inntreffe 2,5%.

Scenario 3:

Vi forutsetter at klubben presterer sportslig slik de har gjort historisk. Dette tilsvarer topp 4 i serie A og Champions League kvartfinale eller bedre. Hvis klubben fortsetter i denne standarden så bruker vi de fremtidige prognosetallene som er relatert med veksten til klubben og får en netto nåverdi på €1 561 774 011. Dette scenarioet bygger opp mot at klubben fortsetter som tidligere historisk informasjon tilsier og er dermed høyst sannsynlig for å inntreffe, da historisk informasjon er eneste innsikten vi har.

Scenario 4:

Klubben kommer aldri til en stabil fase og resultatene varierer årlig, som tilsier at de havner utenfor topp 4 i serie A og mister dermed Champions League regelmessig i løpet av prognoseperioden. Ulikt scenario 1 og 2, så er dette et scenario som kan inntreffe da det finnes bevis fra tidligere store klubber som har opplevd en slik nedgang i sportslige prestasjoner. For å beregne verdien innførte vi et inntektstap på €150 millioner i framtidige inntekter, hvert 3 år. Dette tilsvarer i en netto nåverdi på €740 566 751. Sannsynligheten for at dette scenarioet skal forekomme er rimelig lav, da klubben befinner seg i en sterk markedsposisjon, men historisk informasjon om bransjen tilsier at muligheten for en slik forekomst er mulig.

| | Nåverdi | Sannsynlighet | Vektet netto nåverdi |
|------------|----------------------|----------------|----------------------|
| Scenario 1 | 3 031 694 302 | 2,5 % | 75 792 358 |
| Scenario 2 | - 1 099 057 996 | 2,5 % | - 27 476 450 |
| Scenario 3 | 1 561 774 011 | 70 % | 1 093 241 808 |
| Scenario 4 | 740 566 751 | 25 % | 185 141 688 |
| Sum | 4 234 977 068 | 100,0 % | 1 326 699 403 |

Figur 9.6 Scenarioanalyse

Figur 9.6 henviser til den vektete netto nåverdien til Juventus.

Sannsynlighetsvektede scenarioer skal gi bedre forutsetninger til å kunne estimere én verdi på selskap, og skal kompensere for den diskonterte kontantstrømmen for risikoer som ikke er tatt med i prognose beregningen. En simulering vil være mer optimal da sannsynligheten for forskjellige utfall er bestemt gjennom skjønn og dermed står tvil over om de er reelle. Selv om simulering er det mer optimale valget for å kunne vurdere risiko, så gir den heller ikke et bilde av forutsetningene som er tatt i løpet av verdivurderingen er optimistiske (Kaldestad & Møller, 2017, s. 407). Vi fastsetter at den vektete nåverdien og nåverdien vi fikk gjennom DCF og multippelvurdering ikke avviker nok til å mistenke at oppgaven har blitt påvirket i optimistisk retning og dermed gir den oss grunn til å tro at den reelle verdien av Juventus ligger i intervallet mellom multippelvurderingen og den diskonterte kontantstrømsmodellen. For å sammenligne resultatene må vi på lignende måte som med DCF og multippelvurderingen korrigere for netto rentebærende gjeld, dette tilsvarte et resultat på €1 068 717 170 fra den vektete scenario analysen.

10. Kritik

Verdivurderingen av Juventus har forbeholdt seg å måtte legge til grunn forskjellige forutsetninger. Disse forutsetningene kan i realiteten være annerledes fra de vi har valgt, og kan ha påvirket verdien til Juventus til de beregningene vi har foretatt. Nøkkeltall som er innhentet fra sekundære kilder, herunder alt annet enn oppgitt av Juventus i de finansielle rapportene, har blitt hentet fra forskjellige kilder. Dette kan ha påvirket det langsiktige avkastningskravet som sensitivitetsanalysen determinerte til å være svært sensitivt, og gitt en annen sluttverdi enn den vi fikk.

En av de viktigste faktorene for inntektene til klubben er at de ligger på et høyt sportslig nivå. Inntektene som har kommet frem fra den historiske informasjonen har blitt brukt for å kunne forutsette fremtidig inntekt. Vi har forutsatt at inntektene slikt som medie og premieinntekter skal vokse proporsjonalt med inntektene til Juventus, og dermed bidra til høyere inntekter. Realiteten kan være at veksten i disse posteringene kan øke på et høyere nivå, stagnere helt, eller avta. Dette er en kritisk faktor som vil påvirke verdien i bransjen, og dermed sluttverdien til klubben.

Driftskostnadene og driftsinntektene har blitt prognostisert til å virke proporsjonalt som historisk informasjon har vist den har gjort i den historiske tidsperioden. En vekst i spillerkostnader har vist seg til å være reell i bransjen som vi har nevnt er en av de viktigste kostnadsdriverne. I verdivurderingen av Juventus har det blitt prøvd å gjøre opp for denne trenden, men vi kan ikke med 100% sikkerhet si at dette er en utvikling som vil fortsette slik den er prognostisert, og dermed risikerer man å få økte driftskostnader som overgår driftsinntektene. Dette vil innvirke på driftsmarginen til klubben og kan gi lavere sluttverdi.

Ettersom oppgaven omhandler noe alle deltakerne av verdsettelsen har god kjennskap til og forkjærlighet så kan "supporter mentalitet" ha svekket hvor objektive vi har vært. Dermed har vi brukt andre rapporter over egen vurdering i mange sammenhenger, hvor resultatet kan ha blitt påvirket i en mer optimistisk retning og bistått til litteratur fremfor egen kunnskap i mange tilfeller.

11. Konklusjon

Fotballklubben Juventus er en klubb som startet som venneklubb i 1897 og har formet seg til den desidert største klubben i Italia, med meritter som knapt kan sammenlignes med andre fotballklubber. De har innført tradisjon og visjon som har gjennomgått i klubben siden den først ble opprettet. I dag så befinner de seg i en dominerende posisjon i markedet som er fylt av innskutt finansielle midler og opprettholder fortsatt en organisk organisasjonsstruktur. Bransjen som er i kraftig vekst, og når nye finansielle milepæler årlig, tyder på at bransjen har utviklet seg til et fortjeneste orientert marked. Investorer har gått fra å bruke bransjen som en hobby til å faktisk ønske å se avkastning på innskutt egenkapital. Juventus gikk på børs for første gang i 2001 og var med det en av de aller første fotballklubbene som omgjorde kapitalstrukturen til en aksjebasert. Klubben sin aksje ligger i skrivende stund på en verdi av 1,45€.

I oppgaven fant vi ut av at klubben befinner seg i et marked med høye inngangsbarrierer som gjør det vanskelig for klubben å miste markedsposisjonen sin, og klubben har en vekst som tilsier at klubben fortsatt er i utvikling. Klubben sine driftsinntekter samt kostnader har økt proporsjonalt, og videre ble det prognostisert at denne trenden vil fortsette. Det tilsa den historiske informasjonen vi besittet. Det at klubben befant seg i en utviklingsfase med driftsresultat som i gjennomsnitt var positiv ga oss en god formening om at klubben drives for profitt, noe som vi fant korrelerer i bransjen med sportslige prestasjoner. Denne sammenhengen ble brukt som en forutsetning for prognoseperioden og verdivurderingen. Stabiliteten i nøkkeltallene i bransjen var en indikator på at markedet er konjunktursensitivt, og med det varierte årlig resultat til et rimelig høyt nivå.

Verdivurderingen ble tilnærmet hovedsakelig gjennom to modeller. Primær tilnærmingen forekom gjennom den diskonterte kontantstrømsmodellen. Modellen er inkluderende av flere parametere enklere modeller ikke innfører. Vi tok i bruk tilegnede informasjon fra strategisk analyse og historisk analyse som ble lagt til som forutsetninger i verdivurderingen. Sekundær tilnærmingen kom gjennom en multippelvurdering som skulle underbygge på resultatene fra kontantstrømsmodellen. Den ble også benyttet for å se på variasjonen fra aksjekursen fra siste tilnærmet regnskapsår. Verdiestimatene som kom frem

gjennom analysene varierte til en viss grad, men ga en god antydning på hvor verdierestimatet skulle foreligge. For å justere for risikoer og se på sensitive variabler, så foretok vi en sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse. For å korrigere eventuelle optimistiske tilnærming til oppgaven la vi til grunn flertall scenarioer som kunne avvike fra den prognostiserte verdien. Siden Juventus er et børsnotert selskap så kan vi sammenligne prisen per aksje som vi fikk gjennom multippelvurderingen med den prisen ved siste regnskapsår. Vi fikk et verdierestimat på 1,17€ hvorav aksjekursen den dagen tilsa en pris på 0,88€. Dette avviket er ikke så stort til å mistenke noe grove feil, og som vi tidligere har nevnt så foreligger det flere grunner til hvorfor aksjekursen den 06.07.2019 kan variere fra resultatet vi fikk.

På bakgrunn av analysene vi har utført så konkluderer vi med at kontantstrømsmodellen er den modellen som er mest innviklet og dermed anser vi på verdien vi fikk i DCF som den mest nøyaktig. Det er ikke umulig at verdien foreligger på et intervall mellom €1 202 901 233 som vi fikk gjennom multippelvurderingen og €1 303 791 778 gjennom DCF. Verdierestimatet fra scenario analysen resulterte til resultat på €1 068 717 170.

12. Litteraturliste

Verdivurdering, Yngve Kaldestad & Bjarne Møller, 2017. Fagbokforlaget.

Finn Kinserdal. u.å. Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi. Hentet fra <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>

Jon Lundesgaard. (2018). Det å verdsette er viktig. Hentet fra <https://www.magma.no/det-a-verdsette-er-viktig>

Bjarne Møller. (2012). Verdivurdering i usikre tider. Hentet fra <https://www.magma.no/verdivurdering-i-usikre-tider>

Årsrapporter Juventus:

18/17

https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/financial-statement-and-reports/2017-2018/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2030%20giugno%202018_definitiva_web%20eng.pdf

17/16

https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/bilanci/1617/Relazione%20finanziaria%20annuale%20al%2030%20giugno%202017_web_ENG.pdf

16/15

https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/financial-statement-and-reports/2015-2016/Relazione%20finanziaria%20al%2030%20giugno%202016%20web_eng.pdf

15/14

<https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/bilanci/1415/Relazione%20finanziaria%20al%2030%20giugno%202015%20eng.pdf>

14/13

https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/financial-statement-and-reports/2013-2014/Relazione+finanziaria+annuale+30_06_2014+eng.pdf

13/12

<https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/financial-statement-and-reports/2012-2013/Relazione+finanziaria+annuale+al+30+giugno+2013+definitivo+inglese.pdf>

12/11

<https://www.juventus.com/media/native/investor-relations-docs/english/financial-statement-and-reports/2011-2012/Relazione+finanziaria+annuale+30062012+ENG.pdf>

Juventus. (2018). Share capital and shareholders. Hentet fra

<https://www.juventus.com/en/club/investor-relations/documents/info-for-shareholders/share-capital-and-shareholders/index.php>

Wikipedia. (2019). Juventus. Hentet fra <https://no.wikipedia.org/wiki/Juventus>

Trygve Lie. (2018). Publikumsopptur i Serie A. Hentet fra

<http://www.divinodino.no/2018/05/28/publikumsopptur-i-serie-a/>

Kjetil Sander. (2017). PESTEL-analyse. Hentet fra <https://estudie.no/pestel-analyse/>

CAPM. (2016). Kapitalverdimodellen (CAPM). Hentet fra <http://capm.no/capm-kapitalverdimodellen>

Kjetil Sander. (2019). Konkurrentanalyse (“5 forces”). Hentet fra

<https://estudie.no/konkurransanalyse/>

Andreas Selliaas. (2008). Fotball og politikk. Hentet fra <https://www.nupi.no/Skole/HHD-Artikler/2008/Fotball-og-politikk>

Football Italia staff. (2018). Tax law aids Ronaldo to Juve? Hentet fra <https://www.football-italia.net/124122/tax-law-aids-ronaldo-juve>

Abigail Hess. (2018). The 8 highest-paid soccer players in the world. Hentet fra <https://www.cnbc.com/2018/06/13/the-8-highest-paid-soccer-players-in-the-world.html>

The Telegraph. (2011). How footballers wages have changed over the years: in numbers. Hentet fra <https://www.telegraph.co.uk/sport/football/competitions/premier-league/8265851/How-footballers-wages-have-changed-over-the-years-in-numbers.html>

Jodie Shaw. (2017). How to Complete a Personal SWOT Analysis. Hentet fra <https://medium.com/thrive-global/how-to-complete-a-personal-swot-analysis-2f8769aebd5e>

Tom Murray. (2018). The 20 most popular rich-list football teams on social media. Hentet fra <https://www.businessinsider.com/the-20-most-popular-rich-list-football-teams-on-social-media-2018-8?r=US&IR=T>

Football Italia staff. (2018). Serie A second for TV revenue. Hentet fra <https://www.football-italia.net/115724/serie-second-tv-revenue>

Bordignon, F., Ceccarini, L. (2016). Osservatorio sul Capitale Sociale degli Italiani - Il tifo calcistico in Italia. *La squadra dei deluci che scala la classifica*,

(årgang (hefte), 6-13 http://www.demos.it/2016/pdf/4054capsoc51_2016-10-01tifo.pdf

UEFA. (2017). Juventus chairman Agnelli on social responsibility. Hentet fra <https://fr.uefa.com/insideuefa/social-responsibility/news/newsid=2333698.html>

Worldfootball. (2019). Italy >> Serie A 2018/2019 >> Attendance >> Home matches.

Hentet fra <https://www.worldfootball.net/attendance/ita-serie-a-2018-2019/1/>

Soccerstats. (2019). Italy - Serie A average attendance. Hentet fra <https://www.soccerstats.com/attendance.asp?league=italy>

Adam Shergold. (2018). Juventus agree new deal with kit makers Adidas worth 46m-a-season over eight years from 2019 as promotional video features Paul Pogba celebration. Hentet fra <https://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-6521097/Juventus-agree-new-deal-kit-makers-Adidas-worth-46m-season.html>

Totalsportek2. (2018). Juventus player Salaries 2018-19 (Highest Wage Bill In Italian Serie A. Hentet fra <https://www.totalsportek.com/money/juventus-player-salaries/>

Kjetil Sander. (2017). Avkastningskrav. Hentet fra <https://estudie.no/avkastningskrav/>

Trading economics. (2019). Italy Government Bond 10Y. Hentet fra <https://tradingeconomics.com/italy/government-bond-yield>

Statista. (2018). Average market risk premium (MRP) in Italy from 2011 to 2018. Hentet fra <https://www.statista.com/statistics/664854/average-market-risk-premium-italy-europe/>

Infront analytics. (2019). Levered/Unlevered Beta of Juventus Football Club S.p.A.

Hentet fra <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30282EI/Juventus-Football-Club-S-p-A-/Beta>

http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf Hentet 22/05 2019

Yngve Kaldestad. (2017). Typiske fallgruver i verdsettelse. Hentet fra <https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>

Robert Kidd. (2019). Soccer Giants Juventus Eye U.S. Market To Attract Fans And Grow Brand. Hentet fra <https://www.forbes.com/sites/robertkidd/2019/01/13/soccer-giants-juventus-eye-us-market-to-attract-fans-and-grow-brand/#203fe1a41e41>

Rapport inntentet fra Juventus.com - Sustainability report 17/18 https://www.juventus.com/media/native/csr/Bilancio_di_sostenibilita_2018_ENG_web-compressed_16-01-19.pdf Hentet 19/4 2019

Juventus. u.å. Our sustainability. Hentet fra <https://www.juventus.com/en/club/sustainability/>

Juventus. u.å. Our history. Hentet fra <https://www.juventus.com/en/club/history-and-mission/history/index.php>

Football Italia staff. (2018). Juventus top 10 for squad cost. Hentet fra <https://www.football-italia.net/117089/juventus-top-10-squad-cost>

Juventus. u.å. Juventus College. Hentet fra <https://www.juventus.com/en/club/sustainability/juventus-college/index.php>

Wikipedia. (2019). Torino. Hentet fra <https://no.wikipedia.org/wiki/Torino>

Jan Harald Alnes. (2018). Hermeneutikk. Hentet fra <https://snl.no/hermeneutikk>

Sirianne Dahlum. (2018). Case-studie. Hentet fra <https://snl.no/case-studie>

Live Marie Toft Sundbye. (2017). Kvantitative og kvalitative metoder. Hentet fra <https://ndla.no/subjects/subject:7/topic:1:183191/topic:1:105795/resource:1:93376>

Kjetil Sander. (2017). Casestudie. Hentet fra <https://estudie.no/casestudie/>

Lederkilden. u.å. Norsk-Engelsk regnskapsoppstilling. Hentet fra https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/norsk-engelsk-regnskapsoppstilling

Callum Burroughs. (2019). Juventus shares are tanking after Ronaldo's side suffered a major Champions League blow. Hentet fra <https://nordic.businessinsider.com/juventus-shares-are-tanking-after-ronaldos-side-suffered-a-major-blow-2019-2?r=US&IR=T>

Hentet 27.02.2019: Typical transactions in football industry
<https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/accounting-for-typical-transactions-in-the-football-industry.pdf>

Hentet 27.02.2019: Non current assets held for sale
<http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2014/11/H%C3%B8ringssvar-2002-2003.pdf>

Deloitte. (u.å.). IFRS 5 - Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations. Hentet fra <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs5>

Sigurd Knudtzon. (2016). Hva er bedriften verdt? - Inntjeningsbaserte beregningsmetoder. Hentet fra <https://www.hegner.no/Tjenester/Lederkunnskap/Eierskap-og-bedriftsetablering/Hva-er-bedriften-verdt-Inntjeningsbaserte-beregningsmetoder?r=refresh>

Bjarte M. Jonassen og Rasmus Møller (2015) - Normalisering av arbeidskapital i transaksjoner. Hentet fra: <https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/1-20-6.pdf>

Kredittpåslag Italia, Hentet fra:

http://www.creditosportivo.it/media/default/37/56714285983705/ratingsdirect_istitutoperilcreditosportivo_40406055_dec-14-2018.pdf

Statista. u.å. Number of spectators attending Serie A league in Italy in the seasons 2016-2017 and 2017-2018, by club. Hentet fra

<https://www.statista.com/statistics/600317/serie-a-number-of-spectators-in-italy/>

Statista. u.å. Average annual player salary in Serie A in 2018/19, by team (in million U.S. dollars. Hentet fra

<https://www.statista.com/statistics/675470/average-serie-a-salary-by-team/>

PWC. (2019). Italy - taxes on corporate income. Hentet fra

<http://taxsummaries.pwc.com/ID/Italy-Corporate-Taxes-on-corporate-income>

PWC - Report Calcio 2013-2018

<https://www.pwc.com/it/it/publications/reportcalcio-2018.html>

<https://www.arel.it/wp-content/uploads/2017/06/ReportCalcio-2017-abstract.pdf>

<https://www.arel.it/wp-content/uploads/2016/05/ReportCalcio-2016-abstract.pdf>

<https://www.arel.it/wp-content/uploads/2015/05/Report-Calcio-2015.pdf>

<https://www.arel.it/wp-content/uploads/2014/06/Report-calcio-2014-english-version.pdf>

<https://www.arel.it/wp-content/uploads/2013/06/Report-calcio-2013-english-version.pdf>